全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市淘金系列丛书

丛书主编：刘丹萍

读年报淘金股

刘丹萍 华海波／著

·从上市公司年报发掘投资机会·



股林高手 谈股论金
年报在手 衣食无忧



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市淘金系列丛书

丛书主编：刘丹萍

读年报淘金股

华海波／著

·从上市公司年报发掘投资机会·




经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

读年报淘金股——从上市公司年报发掘投资机会/刘丹萍，华海波著. —北京：经济管理出版社，2010.3

ISBN 978-7-5096-0533-2

Ⅰ.①读… Ⅱ.①刘… ②华… Ⅲ.①股票—证券投资—基本知识 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 021684 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010)51915602　　邮编：100038

印刷：世界知识印刷厂　　经销：新华书店

组稿编辑：王光艳　　责任编辑：王光艳　宋　娜

技术编辑：杨国强　　责任校对：郭　佳

720mm×1000mm/16　　10.5 印张　　127 千字

2010 年 3 月第 1 版　　2010 年 3 月第 1 次印刷

定价：26.80 元

书号：ISBN 978-7-5096-0533-2

·版权所有　翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010)68022974　　邮编：100836

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Preface

前 言

年报是上市公司公开披露的最重要的综合性信息载体，里面包含的信息对股票投资很有帮助。每年1月中旬到4月底是上市公司公开披露年报的时间。沃伦·巴菲特读了中国石油的年报后大量买入了中国石油H股，最后获利6倍多的案例就是最好的例证。

然而，占股民总数85%以上的中小投资者能通读并领会年报真谛的却是凤毛麟角。年报中如迷宫般的财务数据、各种专业的术语，常常使许多缺乏财务知识的中小投资者望而却步，甚至被拒之门外。很多投资者误以为年报就是会计报表，自己缺乏会计知识，没能力阅读，更别提研究了，所以对年报抱着敬而远之、无可奈何的态度。

其实，年报作为上市公司的综合信息载体，除了会计报表及附注（占篇幅的一半左右）外，还有大量的其他信息，如上市公司上年度生产经营情况介绍、股东人数及持股数量最多的10大股东变动情况、限售股的解禁时间和数量、公司重组的进展及新进入的大股东的资产注入计划、隐形资产情况（以历史成本计价的长期股权投资、即将搬迁的城区土地和以前购置的黄金地段的房产等）、即将完工的投资项目及其能带来的收益等。这些信息对股票价格的未来走势有很大的影响，投资者仔细研读就能从中挖掘投资获利的机会。年报还包括上市公司巨额对外担保、与控股股东及控股股东名下的兄弟公司发生同业竞争、关联交易这些风险隐患的情况，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者及时了解、掌握，就能有效规避可能的投资损失。

即便年报反映的是会计信息，缺乏会计知识的投资者也能从年报中获得最重要的会计数据和财务指标。为了保障缺乏会计知识的投资者也能利用年报披露的财务信息，监管部门强制规定：上市公司必须在年报的最前面将重要的会计数据和财务指标单独列示，如每股收益、每股净资产、净资产收益率、每股经营现金流量等，这些财务信息是挑选股票和股票估值的关键性数据。所以投资者即使不详细研读会计报表，也能获得最重要的财务数据。

时至今日，饱尝酸甜苦辣的股民逐渐由原先的盲目跟风、追涨杀跌的参与投机，转变到关心自己投资的安全性，关注企业的经营业绩，注重投资价值并自主决策。这表明，中国股民正在走向成熟，他们越来越倾向于理性投资。年报则是股民朋友了解上市公司经营业绩的一条重要渠道。

本书主要介绍从年报中发掘投资获利机会的方法和思路。古人云："授之以鱼不如授之以渔。"笔者试图通过对书中各种年报实例的分析，教会股民朋友一些阅读年报的方法，使其真正成为掌握现代企业的"共同语言"——财务知识的投资者，成为能够发现和把握投资机会，赢得收益的理性投资者，也使年报真正"飞入寻常百姓家"。本书的重点是"淘金"、是如何利用年报提供的信息寻找安全的投资机会，而不是讲解如何进行财务分析（那是会计教授的工作），也不是教投资者如何鉴别会计报表有没有造假（那是注册会计师的工作），更不是推荐股票。本书的目的是帮助缺乏会计知识的投资者掌握如何从年报中发掘投资、获利机会的手段，当然也适用于有一定会计知识但不知道如何发掘年报中有价值的信息的投资者。

为了便于更多的投资者阅读，本书尽量采用通俗的语言，用每位股民朋友都能看懂的生动、活泼的语言，把枯燥的财务知识与一个个鲜活的实例相结合，变"阳春白雪"为"下里巴人"，使读者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现这些年报与自己没有距离感，在轻松中学会了财务知识。本书放弃了很多专业术语，这样的处理可能会让专业人士觉得有些啰唆，但对于广大的普通投资者而言，阅读起来或许会更轻松。特别是近年来，年报怪圈层出不穷，每一个数据、每一段文字都可能暗藏玄机。因此，笔者告诫股民朋友不要被眼花缭乱的数字和赞美的语言所迷惑，只要您能掌握阅读年报的有关知识，您就能够揭开年报的神秘面纱，把年报中的每一个细节都看得明明白白、真真切切，通过读年报而淘到金股。

希望我们的努力能给投资者带来启示。

最后需要说明的是，本书中引用的数据绝大多数来自上市公司的年报，汇总统计数据主要来自各大网络媒体，其他的引用资料已直接注明引用出处，在此一并感谢。

笔　者

2010 年 1 月 31 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Contents

目 录

第一章 年报有价值，人人都能读 …… 1

第一节 年报的价值 …… 1
第二节 不懂财务也能从年报中获得有价值的信息 …… 8
第三节 如何读年报 …… 12

第二章 年报简述 …… 15

第一节 年报框架与年报摘要 …… 15
第二节 年报中哪部分的重要信息多 …… 17
第三节 财务会计报告解说 …… 28

第三章 主营业务和盈利模式中的投资机会 …… 41

第一节 主营业务与股价行业板块联动 …… 41
第二节 主营业务的改变与投资机会 …… 47
第三节 盈利模式与投资策略 …… 51

第四章 从股东变动情况挖掘投资机会 …… 59

第一节 股东人数大量减少，股价上涨 …… 59
第二节 股东人数变动的时间滞后性 …… 69
第三节 限售股解禁的影响 …… 74

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　从重组信息中寻找投资机会 …… 81

第一节　重组的投资机会 …… 81
第二节　重组后的主业决定未来股价 …… 85

第六章　发掘隐形资产的投资机会 …… 89

第一节　隐形资产“躲”在哪里 …… 92
第二节　隐形资产对股价的影响 …… 102

第七章　用财务指标挑选绩优股 …… 107

第一节　每股收益 …… 108
第二节　净资产收益率 …… 112
第三节　毛利率 …… 117
第四节　综合筛选绩优股案例 …… 122

第八章　股票估值与选择投资时机的方法 …… 125

第一节　选择投资时机的方法 …… 125
第二节　股票估值方法之一——相对估值法 …… 130
第三节　股票估值方法之二——绝对估值法 …… 140

第九章　年报中发现风险 …… 143

第一节　对外担保的后果 …… 143
第二节　关联交易的隐患 …… 150
第三节　股票投资减值损失 …… 157

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 年报有价值，人人都能读

第一节 年报的价值

一、职业投资高手看重年报

如同足球迷知道球王贝利、马拉多纳和 2009 年世界足球先生梅西一样，也如同篮球迷都知道乔丹、科比和姚明一样，证券投资者大多听说过沃伦·巴菲特。这位 79 岁的老人是全世界证券投资者心中的超级偶像，他几乎不用电脑，平时也不关心股价走势，但在 1964~2008 年其管理的账户的证券市值增长了 3623 倍，是同期美国股市涨幅的 85 倍，而他自己也因此脱贫致富，进而成为全球第二大富豪。

1930 年，巴菲特出生于美国一个普普通通的家庭，他从小学习成绩一般，也没有被美国顶尖的大学录取，即使后来进入了著名的哥伦比亚大学读研究生，毕业后也没找到理想的工作，只好“灰溜溜”地回到家乡的小镇——奥马哈，在一家证券营业网点（相当于国内的证券营业部）做经纪人。在当时，他属于标准的穷人——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结婚时买不起房子，只好租了一套非常便宜的房子，又破又旧，晚上还能听见老鼠的声音，他的第一个孩子出生时，他只好拿梳妆台的抽屉铺上小垫子作为婴儿的小床。

后来，巴菲特去华尔街的一家证券投资公司工作了两年，这家投资公司的创始人是格雷厄姆。格雷厄姆是当时华尔街最著名的投资大师，他撰写的《证券分析》和《聪明的投资者》开创了通过基本面分析寻找投资机会的新时代，被公认为证券分析之父，其在证券界的地位相当于物理学界的爱因斯坦。

之后，巴菲特回到家乡，从亲朋好友那里凑了 10 万美元，开办了一家投资公司。他运用格雷厄姆的基本面分析方法进行证券投资，结果非常成功，他 30 多岁时已经成为当地小有名气的百万富翁。随着投资业绩的不断提升，巴菲特的个人财富也爆发式地增长了，到 2006 年他以 519 亿美元的个人财富名列全球富豪第二名，仅次于微软的比尔·盖茨。

巴菲特的巨大成功吸引了全球投资者的眼球，曾经有个记者问巴菲特："我应该怎么学习股票投资呢?"巴菲特回答说："看上市公司的年报。"

的确，巴菲特的办公室里最多的资料就是上市公司的年报，据说他保存了几乎所有美国上市公司的年报。他花费了大量的时间研读上市公司年报，通过对财务报告进行非常缜密的分析，评估公司的内在价值，发掘投资机会，据以指导投资决策，这就是巴菲特的投资秘诀。例如，2003 年，在中国石油 H 股股价低至 2 港元左右的时候，巴菲特通过研读中国石油 2001 年和 2002 年的年报，果断投资了 4.88 亿美元买入中国石油 H 股，2007 年以超过 12 港元的平均价格全部抛售，获利超过了 6 倍。

在 2008 年 5 月的股东大会上，有股东曾问巴菲特："你 2003 年买中国石油 H 股时只读了它的年报，但大多数职业投资者还会做更多的研究，你为什么不做呢？你看年报时主要看什么？你怎么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能看一份年报就做投资决定?”巴菲特的回答是:“我是在 2003 年春天读的年报，我从没问过任何人的意见。我当时测算这家公司值 1000 亿美元，但它那时的市值只有 350 亿美元。我们不喜欢做事要精确到小数点三位以后，如果有人体重大约在 300~350 磅，我不需要精确的体重就知道他是个胖子。”

正是因为能透视财务报告，才有了巴菲特在股票投资上的巨大成功。

证券投资界的另一位传奇人物彼得·林奇也非常看重对年报的阅读。他曾在回答电视台主持人“什么是你投资成功的秘密”的问题时说，“我每年要访问 200 家以上的上市公司并研读 700 份年报”。

彼得·林奇被公认为“历史上最传奇的基金经理”，他在 1977~1990 年担任麦哲伦基金经理，使基金规模由 0.2 亿美元增加到 140 亿美元，是当时全球规模最大的基金；期间，其投资总收益高达 27 倍，年均复利增长率为 29%，创下了有史以来基金最高业绩的神话。

二、普通投资者读年报的心得

世界上最伟大的两个投资高手都不约而同地强调年报的重要性，这并不意外。其实，国内许多有经验的投资者也在股市实战中深刻体会到了阅读年报、从年报中寻找投资信息的重要性。早在 2003 年 8 月 1 日，《上海证券报》就以“年报不是万能，但不看年报万万不能”为标题，摘录了许多投资者的心声。为了加深投资者的认识，部分内容收录如下：

“从 2001 年起至今的三年时间里，我精读了 90%以上公司的年报（季报），做到了对 1000 多只股票的基本面情况了然于胸。通过对大量股票基本面变化与股价走势的对比，我发现了年报是股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中长线走势的底牌，而且随着价值投资理念的深入人心，2002 年以来这种现象还在继续强化。依据 2003 年年报与股价的总体分析，个股的涨跌与年报的相关性越来越明显，年报中反映的个股业绩、成长性是股价中长线上涨和下跌的主要因素。在年报公布前进行分析预估，年报公布后进行挖掘、消化，是股价结构调整的基本依据，也是投资者趋利避害的关键点（江苏投资者顾先生）。”

“在看年报的过程中，我逐渐懂得了如何从会计数据中把握上市公司的经济运行态势，每股现金流所揭示的经济内涵。我的体会是：这两年年报越来越好。不看年报不买股票是可以的，但要买股票，不看年报是万万不能的（甘肃投资者李先生）。”

“作为一名普通的证券投资者，我没有什么信息来源。买股票时，也不可能去上市公司参观、访问。除了三大报纸以外，就是年报、季报和中报这三份报表了，因为只有它们才能真正体现出公司的管理状况和经营方针。而三份报表的重中之重就是年度报表。在 10 多年的证券投资生涯中，管理层每一次对年报信息披露内容和格式准则等方面的改革，都给我带来了实实在在的利益。尽管我不是财务人员、会计出身，没有读报表的优势，但我还是发现年报的内容更丰富了，更贴近公司的经营实质，而且也越发容易看懂了（浙江投资者励女士）。”

“在投资实践中，我不仅学会分析研究年报，而且还学会以动态观察的眼光来看待年报。根据公司的基本面，比如行业属性、发展趋势，从而客观辨证地预测公司的未来发展走势，对公司的情况进行全方位的判断，并以此为依据来进行具体操作。总之对于我来说，我已真切感受到看年报的重要性（上海投资者黄先生）。”

“我是一名普通的股票投资者，过去因为财务知识的贫乏，阅读年报成了一件很头疼的事情。通过学习积累、实践深入，现在已经可以从中获取很多有价值的信息了。在这一学习过程中，我的股市投资理念发生了质的变化，以往的股票投机心理已经被股票投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理念完全取代，并成为我的主流选股思路。投资决策的风险系数也下降了许多，投资收益得到了稳定增长（陕西投资者钱先生）。”

三、年报的特殊地位

国外职业投资高手和国内普通投资者都如此看重年报，是由年报特殊的地位决定的。按照公认的上市公司强制信息披露的基本要求，凡是涉及上市公司重大信息、涉及股价变动的重要事项都要求公开披露（公告）。依据披露时间的不同，又被分为定期信息披露和临时信息披露。

临时信息披露则根据上市公司发生的情况及时公布披露，一般情况是因事论事的专项性公告，如 2008 年四川汶川大地震导致东方电气主要生产基地汉旺镇受灾严重，东方电气因此而停牌公告，及时提醒风险。一般情况下，上市公司如果没有发生影响股价的重要信息则无须进行临时公告。

定期信息披露是必须在规定的期限内强制公布的综合性信息报告，主要包括年报、半年报和季报。尤其是年报，它必须经过会计师事务所审计后才能公开披露，不像半年报、季报不用审计就可以直接披露（中期分红等情况除外）。而且，年报披露的信息最全面，它不但用文字描述上市公司一年的生产经营活动，还将经营成果和相应的资产负债状况用一组客观而简洁的数据表述出来，显示它的业绩、规模、问题和发展前景，是投资者了解、分析上市公司基本面的核心资料。

四、年报的公平性

所有的投资者包括基金、中小散户都在同一时间看到年报，是普通投资者获得投资信息为数不多的公平机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上的主要信息来源除了上市公司的公告外，有证券公司的研究报告，还有大量鱼龙混杂的市场传言（普通投资者没办法鉴别真伪）。

首先，证券公司的研究报告总是在第一时间提供给社保基金、公募基金和私募基金，而且还要争取上门到基金公司宣讲（称为“路演”）。因为基金公司投资人员、研究人员的精力有限，只能接受极少部分研究力量比较强的证券公司上门路演，如中信证券、申银万国、中金、国泰君安等；绝大多数证券公司连到基金公司上门推荐研究报告的机会都没有，它们往往被基金公司婉言拒绝。基金的研究咨询服务工作由证券公司研究部门或与研究部门利益密切相关的销售交易部门负责。

其次，获得研究报告的是个人大户（所谓的 VIP 客户）、游资主力等，这类客户的研究咨询服务工作一般不是由研究部门负责的，而是由证券公司总部的经纪业务部门中的市场咨询人员负责的。他们从证券公司研究部门获得或者外购其他证券公司研究信息，然后再发送给 VIP 客户，从时间上稍微滞后。

普通投资者的邮箱一般不会收到直接来自证券公司的研究报告，他们只能在证券营业部营业场所张贴的咨询信息中看到，或者登录和讯网（www.hexun.com）、证券之星网（www.stockstar.com）等财经类网站去阅读研究报告摘要。滞后的信息使其价值已经打了折扣，投资效果自然可想而知，有时候还可能成为股市的“举重手”。

所以，研读年报且从中获取第一手信息才是不输给机构投资者的最佳途径，难怪很多投资者深有体会地说，读年报是炒股的基本功。

也有人说，我不看年报，就看券商的年报点评，看证券行情分析系统中的 F10，也能获得同样的效果。需要提醒的是：

第一，券商与投资者同一时间看到年报，然后再做点评，投资者在时间上肯定滞后，他们最快也要等到第二天，何况是中小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

散户。

第二，虽然部分券商号称其研究范围覆盖所有行业、所有上市公司，实际上他们是有所侧重的，特别是对没有列入重点关注的公司年报点评往往是简单的、面上的评价，纯属应付，几乎没有价值。

第三，券商一般不敢轻易得罪上市公司，所以研究报告的客观性往往容易打折扣。例如，上市公司业绩发生重大下降，明明应该坚决减持、抛售，但研究报告中很少出现“卖出”、“减持”等投资建议，而代之以“中性”、“谨慎持有”等词语。这不是中国特色，全世界的证券公司都是如此，所以投资者阅读证券公司研究报告时遇到“强烈推荐”的才可以考虑投资，“谨慎推荐”的原则上免谈。

个别证券公司为了私利，还要故意误导投资者。例如，2007年11月5日中国石油A股上市，担任其主承销商的某国际大券商一方面由其研究部门发布研究报告推荐买入中国石油，另一方面偷偷地抛售中国石油H股，属于钻了A股、H股监管缝隙，利用信息不对称操纵股价谋求暴利的典型案例。

至于F10里的内容，如WIND资讯、港澳资讯等也是从年报上摘录的，时间上有滞后性，而且还偶有误差。所以，不如直接读年报，当然，如果能在读年报的同时看券商的年报点评和F10信息自然更好了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节　不懂财务也能从年报中获得有价值的信息

一、年报中有一半的非会计内容

很多投资者说：我也知道年报很重要，读懂年报从中发掘有价值的信息对我炒股肯定有帮助，但我没学过财务会计，看报表就像看天书，根本不知道其含义，怎么读呀？

的确，会计报表是年报的核心部分，占年报的篇幅比重也大，我们随机抽样了海螺水泥（600585）、贵州茅台（600519）、雅戈尔（600177）的年报，发现“会计报表及其附注”所占篇幅分别为56%、61%、75%，也就是说年报至少一半以上的内容是“会计报表及其附注”。

投资者读懂年报中会计报表以外的其他内容应该没有问题，有经验的投资者还能无师自通地发掘有价值的信息，寻找公司隐含的价值并作为证券投资的关键依据。例如，能正确了解上市公司的主营业务和盈利模式，寻找行业板块联动的机会和符合自己投资策略的股票，如兰花科创（600123），如果投资者不读年报，不了解其主业，就会认为这是一家科技创业企业；读了年报，就会知道这是一家生产优质煤炭的绩优股，一旦煤炭供应紧张、价格趋涨，煤炭板块联动，兰花科创的股价自然会上涨。还有北大荒（600596）是国内最大的粮食企业，很多投资者一看粮食涨价就会买入北大荒，其实粮食涨价不改变北大荒的业绩，因为其主要的利润来源是土地承包收入，而土地承包收入是相对稳定的，粮食涨跌与北大荒的业绩关联度不大。所以，只有到了经济即将进入下行拐点时，北大荒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种业绩稳定型的股票才能显现其防御性的价值。这个时候，基金等机构会蜂拥而入，其股价才会走出与众不同的独特行情。这些情况，不读年报是无法了解到的，但是这也不需要专业的会计知识。

股东人数和前10大股东持股情况直接决定了股价，只有年报、半年报、季报才能给投资者提供这些股东变动信息。将连续几期定期报告的股东人数、人均持股数、前10大股东持股情况进行对比分析，就能发现股价变动的原因和以后可能的趋势。

另外，年报中披露的进一步重组信息、即将完工的新投资项目及可能带来的收益等都对公司未来发展、股票价格走势有很大的影响，这些都不需要会计知识。

二、会计知识不神秘

对于缺乏财务会计知识的投资者来说，怎样从自己本来就看不懂的会计报表中获取有价值的信息呢?

大家对会计不要有神秘感，许多会计术语就是人们在日常生活中经常会遇到的习惯用语，如收入、费用、税收、银行存款、现金、营业收入等；还有些是人们在日常生活中不经常遇到的，但多数成年人能够从字面上大致了解其含义的会计术语，如固定资产、折旧、无形资产、应收账款等；只有少量单纯从字面上无法了解其含义的会计术语，如公积金、递延款项等，稍作解释投资者就能完全明白。

会计就是利用这些会计术语记录一个企业的资金周转循环过程，从股东投入启动资金（股本）到银行贷款（短期借款、长期借款），有了资金购置厂房、机器设备（固定资产），还要购买原材料、生产出半成品、成品（统称“存货”），然后销售、获得营业收入，或者直接收到现金或者赊销（应收账款），收到的钱支付员工工资（应付职工薪酬）、缴纳税金（应交税费）、分配股利等。会计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的职责是如实、分门别类地记录这个资金周转过程，并在月末、年末依据基本会计等式汇总成资产负债表、利润表、现金流量表等会计报表。

资产负债表的会计等式：资产＝负债＋股东权益

利润表的会计等式：收入－费用＝利润

现金流量表的会计等式：现金收入－现金支出＝现金净流入

会计报表是提供给股东、债权人（主要是贷款银行）、税务部门、企业内部管理人员使用的，银行和税务部门有许多精通会计的专业人士，企业内部管理人员中许多人是工程技术人员或者销售人员出身，未必懂得会计知识，但也照样无师自通地利用会计报表提供的相关信息进行企业管理，从另一个角度证明“会计不是难上加难的学问”。

而且，对投资者而言，主要的目的是利用会计报表提供的关键数据进行投资分析、股票估值，没必要对企业资金周转循环的日常记录、对企业会计报表的编制过程给予过多的关注，能了解几个最重要的会计信息数据及其含义就足够了。就像不懂会计的厂长知道毛利率、净利润等几个重要数据就能管理企业一样（当然还需要其他管理信息和管理能力）。评价上市公司最重要的财务数据都是来自会计报表或通过简单的比率计算得出的，如最近三年总收入、总利润、每股收益、每股净资产、每股现金流量、净资产收益率等。

考虑到绝大多数投资者看不懂会计报表，更不会进行财务分析，监管部门要求上市公司在年报的第三部分设置了“会计数据和业务数据摘要”，将投资者最关心、最有价值的财务数据信息以表格的方式列示，一目了然。所以，即使投资者看不懂会计报表也能从中寻找到有价值的财务信息。

表 1–1 是东方电气（600875）2008 年年报中的“会计数据和业务数据摘要”中的第三张表格——“报告期末公司前三年主要会计数据和财务指标”（东方电气 2008 年年报第 7 页）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-1　报告期末公司前三年主要会计数据和财务指标

（单位：万元　币种：人民币）

	2008 年	2007 年	本年比上年增减（%）	2006 年
营业收入	2794805.44	2488677.66	12.30	2307726.07
利润总额	7327.40	248991.37	-97.06	254495.22
归属于上市公司股东的净利润	17599.90	198985.60	-91.16	207051.06
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	149027.72	85794.76	73.70	83000.30
基本每股收益（元/股）	0.21	2.44	-91.39	2.53
稀释每股收益（元/股）	0.21	2.44	-91.39	2.53
扣除非经常性损益后的基本每股收益（元/股）	1.81	1.68	7.74	1.84
全面摊薄净资产收益率（%）	7.84	66.16	-88.15	38.24
加权平均净资产收益率（%）	5.86	35.15	-83.33	38.30
扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率（%）	66.39	28.53	132.70	15.33
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率（%）	49.63	31.79	56.12	41.63
经营活动产生的现金流量净额	700267.85	-46188.94	1616.09	-440856.16
每股经营活动产生的现金流量净额（元/股）	7.94	-0.57	1492.98	-5.40
	2008 年年末	2007 年年末	本年末比上年末增减（%）	2006 年年末
总资产	5645916.66	3637839.71	55.20	3142977.36
所有者权益（或股东权益）	224466.39	300750.70	-25.36	541462.00
归属于上市公司股东的每股净资产（元/股）	2.54	3.68	-30.98	6.63

表 1-1 中，影响股价的最重要因素：每股收益、净资产收益率、每股净资产等数据昭然列示，而且还列示了最近三年的数据，便于投资者比较其发展增长情况，投资者自己不看会计报表，也不用从会计报表中找出相关数据然后计算也能获得需要的信息。

当然，有些数据情况还要仔细阅读报表附注，如按历史成本计量的长期股权投资、公司拥有的土地资源和中心城区的房产资源、房地产上市公司拥有的土地存货项目这些内含巨大的重估价值的资产。会计报表附注是对会计报表项目的注释和说明，用文字和数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同描述，比会计报表本身更容易理解。

所以，投资者即使缺乏会计知识，也不妨碍从年报中找到需要的主要财务数据。

第三节　如何读年报

一、有选择地读年报

目前，上海、深圳两个交易所共有1600多家上市公司，其年报都要在每年1月1日至4月30日披露完毕，扣除春节假日及1月上旬年报审计尚未完毕无法披露的日子外，平均每天约披露15家以上公司的年报。按照证券交易所每天披露不超过45家年报的安排，两个交易所理论上每天最多合计可披露90家上市公司年报，从以往年份的情况来看，每年元宵节后会进入高峰，每天有几十份年报被披露。

每份年报约10万字，按每天15份的平均值估算，一天要读150万字，而且连续读100多天，显然这不是普通投资者体力和精力所能承受的。为此，投资者应该选择下面上市公司的年报阅读、研究。

第一，投资者持仓股票的上市公司年报。

第二，投资者长期关注的上市公司年报。

第三，多家券商近期推荐“强烈买入”，但股票涨幅不大的上市公司年报。

第四，技术面走势看好的股票的年报。

第五，第三季度季报显示股东人数明显减少、前10大股东中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有多家基金等机构投资者但股票涨幅有限的上市公司年报。

第六，盈利模式独特的上市公司年报。

而且，在选定的年报中，也没必要从头到尾、一字不漏地精读，可以采用重要信息重点研读、次要信息简单阅读、无投资价值的信息内容不予阅读的方法，这样既不会遗漏有价值的信息又节约时间。一旦发现上市公司有投资价值，则可以进一步仔细研究。

另外，还要结合第三季度季报、证券行情分析系统 F10 中的资料综合阅读。比如，想了解第四季度 10 大流通股股东的变化情况，单纯看年报是发现不了的，只能与第三季度季报对比才能发现其有无新的机构买入，而新的基金买入往往是股价上涨的重要推动力量。

对于有长期投资价值的股票，还要进一步阅读，研究以前年度的年报。巴菲特在 1988 年投资 13 亿美元购买可口可乐股票之前就阅读了可口可乐公司自 1896 年以来长达 92 年的所有年报。

笔者的目的之一就是要告诉投资者，年报中哪个部分内容包含有价值的信息、哪个章节隐含容易被人忽视的升值巨大的资产、哪个章节可以一目十行地扫描、哪个部分不需要阅读。

二、年报披露时间和阅读途径

每年 1 月 1 日至 4 月 30 日，是上市公司公开披露年报的时间。在此期间，各上市公司依据与证券交易所事先约定的时间公布年报。

投资者阅读年报有两个最方便的途径：

第一，每天下午证券交易收市后，证券交易所的网站会刊登上市公司年报和年报摘要。

第二，第二天《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》中的其中一家或多家会刊登年报摘要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要投资者注意的是：三大证券报刊登年报摘要的时间就是交易所与上市公司预先约定的年报披露时间，交易所网站披露年报的时间实际上是提前了一夜；另外，报刊上只刊登年报摘要，而交易所网站上除刊登年报摘要外还有年报正文。因此，建议投资者登录交易所网站研读年报。

上海证券交易所网址：www.sse.com.cn

深圳证券交易所网址：www.szse.cn

如果交易所的网站速度慢，还有两个选择就是登录巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）或者上市公司资讯网（www.cnlist.com）。

在交易所网站上可以看到预约的年报披露时间，还可以查阅以前年度的年报、半年报、季报和其他临时信息公告。

另外，按照规定，上市公司投资者关系代表办公室应备有上市公司年报供投资者阅读。

年报对投资者很有帮助。

年报中有一半左右的内容不是会计报表，所以缺乏会计知识的投资者照样能从年报中获得有价值的信息，寻找投资获利的机会。

读年报应该有选择地阅读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　年报简述



第一节　年报框架与年报摘要

一、年报正文的结构

上市公司年报属于强制披露的信息内容，其格式和编制规则都由政府监管部门强制规定，上市公司必须遵守，不得遗漏。

年报正文的内容分为以下 12 部分：

（1）重要提示。

（2）公司基本情况。

（3）会计数据及业务数据摘要。

（4）股本变动及股东情况。

（5）董事、监事和高级管理人员。

（6）公司治理结构。

（7）股东大会情况简介。

（8）董事会报告。

（9）监事会报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（10） 重要事项。

（11） 财务会计报告。

（12） 备查文件目录。

另外，上市公司如果认为有必要，可以增加“年报附件”，如《董事会关于公司内部控制的评估报告》、《独立董事关于对外担保的专项说明和独立意见》和《履行社会责任报告》等。附件的种类、内容、格式以及是否在年报中增加年报附件，都取决于上市公司。许多上市公司披露的年报中就不包含年报附件。

个别上市公司还会在年报的第一部分“重要提示”之前或之后附上“致股东信”或“董事长致辞”等，以示对股东的尊重，投资者不要小看这份材料，它除了报告公司1年来的情况外，字里行间往往透露出了公司的发展战略。

二、年报摘要简介

年报摘要实际上是个简化版的年报。由于年报正文太长，约10万字，无论是投资者阅读还是报纸上刊登都不方便，为此上市公司在公布年报正文的同时，还公布了一个简化了的年报摘要。

与年报正文相比，年报摘要首先在结构上减少了3个部分内容：“公司治理结构”、“股东大会情况简介”、“备查文件目录”；其次，保留的9个部分内容中除了第1部分“重要提示”、第10部分“重要事项”没有变化外，其他7个部分都有不同程度的精简。

其中，精简最主要的部分就是第11部分“财务会计报告”中的“财务报表附注”。我们随机抽样了海螺水泥（600585）、雅戈尔（600177）、贵州茅台（600519）的2008年年报，发现海螺水泥共计193页的年报中“财务报表附注”占了84页；雅戈尔共计146页的年报中“财务报表附注”占了110页；贵州茅台共计71页的年报中“财务报表附注”占了27页，可见篇幅之大，也显示了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“财务报表附注”的重要性。

“财务报表附注”是对财务报表列示的项目所作的进一步说明（明细数据资料和文字描述），以及对未能在这些财务报表中列示项目的说明（如未决诉讼、债务担保等），财务报表附注是对财务报表的补充说明，能更详细、全面、系统地反映上市公司的财务状况、经营成果和现金流量的全貌，是投资者决策的有用信息。

年报摘要删除了“财务报表附注”后，其重要性明显不如年报正文，所以本书主要围绕年报正文讲解。

第二节　年报中哪部分的重要信息多

为了让投资者对年报有个初步的了解，以便在阅读年报过程中能按照个人的特殊要求，有选择、有针对性地快速阅读完毕，需要逐一对年报的各个部分做简单的介绍，指出每个部分包含的不同内容的信息、重要性不同的信息。

下面将年报的 12 个部分逐一介绍。

一、重要提示

“重要提示”篇幅很短，就是 4 段话（见图 2-1）。

> 一、重要提示
> （一）本公司董事会、监事会及其董事、监事、高级管理人员保证本报告所载资料不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。
> （二）公司全体董事出席董事会会议。
> （三）××会计师事务所为本公司出具了标准无保留意见的审计报告。
> （四）公司负责人×××、主管会计工作负责人×××及会计部门负责人×××声明：保证年度报告中财务报告的真实、完整。

图 2-1　重要提示

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正常情况下，几乎所有的上市公司年报中这段表述基本相同，没有任何差别。出现例外的情况有两种：

（1）上述图表中的第一段是指所有董事、监事和高级管理人员确认年报真实、正确、完整。如果董事、监事或高级管理人员中有人对年报有不同意见，对年报的真实性、完整性、正确性有怀疑，则第一段须另行表述。

（2）上述图表中第三段是指会计师事务所对上市公司编制的财务报表进行独立的第三方审计后出具的审计报告。

对投资者来说，阅读“重要提示”，如果发现上市公司董事、监事和高级管理人员中有人对年报有不同意见，或会计师事务所出具的不是“无保留意见的审计报告”，则该上市公司可能出现重大问题，该上市公司年报已经没有进一步阅读、研究的价值了，除非投资者持有该上市公司股票。

ST 科龙（000921）2005 年年报就出现了类似情况，见图 2-2。当时，ST 科龙的情况是：实际控制人顾维军因涉及经济犯罪而入狱，公司亏损 36 亿元，三名董事不认同年报，一名监事不能对年报发表意见，另有一名监事无法联系；会计师事务所也出具了涉及

重要提示

1.1 除独立非执行董事张×平、路×、张×佳以及监事曾××、白××之外，公司第六届董事会的董事，以及现任的公司监事和高级管理人员保证本报告所载资料不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

1.2 独立非执行董事张×平、路×、张×佳的意见是：……我们不能保证 2005 年度损益表和现金流量表的准确性、真实性和完整性。请投资者特别关注。

截至本公告日，本公司尚无法联系本公司监事曾××先生；本公司监事白××先生的意见如下：……本人基于上述不能确定的原因不能对本报告发表意见。故弃权。

1.3 董事会应到 9 人，实际出席 9 人，执行董事于××女士、林×先生、独立非执行董事路×先生、张×佳先生以通讯方式参加会议并表决。

1.4 本公司 2005 年财政年度聘请之审计师为本公司出具了带强调事项段加保留意见的审计报告，本公司董事会、监事会对相关事项亦有详细说明，请投资者注意阅读。

1.5 本公司董事长汤××先生、财务副总裁肖××先生、会计机构负责人代××女士声明：保证本年度报告中财务报告的真实、完整。

图 2-2 ST 科龙 2005 年年报

资料来源：ST 科龙 2005 年年报第 1 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重大事项的保留意见审计报告（不是“无保留意见的审计报告”）；原定于2006年4月28日出炉的年报由于种种原因被推迟到8月14日，还因此被证监会处罚。

二、公司基本情况

该部分主要介绍上市公司基本情况，包括：公司名称、股票简称、股票代码、注册地、办公地、法定代表人、董事长秘书、证券代表、联系方式、年报披露报刊名称、聘请的会计师事务所等，有投资价值的信息几乎没有。

因此，该部分可以忽略。

三、会计数据和业务数据摘要

这部分分为三张表格，其中第三张表格非常有价值，这里以贵州茅台（600519）2008年年报为例做个简单介绍（见表2-1至表2-3）。

表2-1 第一张表格 主要会计数据 （单位：元）

项目	金额
营业利润	5390384855.03
利润总额	5385300638.16
归属于上市公司股东的净利润	3799480558.13
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	3802638842.13
经营活动产生的现金流量净额	5247488535.74

资料来源：贵州茅台2008年年报第3页。

对普通投资者而言，表2-1第一张表格本身价值不大，孤零零的5个数据能够反映的信息非常有限，无非说明贵州茅台的利润很多，有38亿元净利润，而且现金流很大，有52亿元，远高于净利润，说明利润是货真价实的，仅此而已。况且这5个数据在第三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张表格中也有，从这个角度来讲，年报中没有这张表格也无伤大雅。

表 2-2 第二张表格 非经常性损益项目和金额 （单位：元）

非经常性损益项目	金 额	说 明
非流动资产处置损益	-3241808.24	处理固定资产净损失
单独进行减值测试的应收账款准备转回	698541.51	单独计提坏账准备的转回
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-1842408.63	
少数股东权益影响额	130972.90	
所得税影响额	1096418.84	
合 计	-3158283.62	

资料来源：贵州茅台 2008 年年报第 3 页。

表 2-2 第二张表格说明的是非经常性损益项目。非经常性损益项目是指上市公司发生的与生产经营无直接关系的各项收入、支出，主要包括：资产盘点损益、营业外收入、营业外支出等。这些都是偶然性发生的，对绝大多数上市公司来说，其金额占公司总收入的比重有限（靠政府补贴避免被 ST 处理或退市的上市公司往往例外，但此类公司风险偏大），而且单纯一张非经常性损益项目表格本身分析价值非常有限。

表 2-3 第三张表格 报告期末公司前三年主要会计数据和财务指标

	2008 年	2007 年	本年比上年增减（%）	2006 年
营业收入（元）	8241685564.11	7237430747.12	13.88	4903375765.41
利润总额（元）	5385300638.16	4522025015.93	19.09	2488065851.97
归属于上市公司股东的净利润（元）	3799480558.51	2830831594.36	34.22	1544812417.93
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润（元）	3802638842.13	2833053304.89	34.22	1538192617.81
基本每股收益（元/股）	4.03	3.00	34.33	1.64
稀释每股收益（元/股）	4.03	3.00	34.33	1.64
扣除非经常性损益后的基本每股收益（元/股）	4.03	3.00	34.33	1.63
全面摊薄净资产收益率（%）	33.79	34.38	-0.59	25.48
加权平均净资产收益率（%）	39.01	39.30	-0.59	27.67
扣除非经常性损益后的全面摊薄净资产收益率（%）	33.82	34.41	-0.59	25.37

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	2008 年	2007 年	本年比上年增减（%）	2006 年
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率（%）	39.04	39.33	-0.29	27.56
经营活动产生的现金流量净值	5247488535.74	1743303211.38	201.01	2112936898.43
每股经营活动产生的现金流量净值	5.56	1.85	200.54	2.24
总资产	15754187836.35	10481471840.45	50.31	9570793579.42
所有者权益（或股东权益）	11244569516.47	8234105755.93	36.56	6063419006.46
归属于上市公司股东的每股净资产(元/股)	11.92	8.72	36.58	6.42

资料来源：于贵州茅台 2008 年年报第 3~4 页。

表 2-3 第三张表格价值极大，很多投资者阅读年报第一眼看的往往就是这张表格：

第一，表格中显示的每股收益、每股净资产、每股现金流量净值是估算股票价值的最重要因子。

用市盈率法计算股票价值：股票价格 = 每股收益 × 市盈率

用市净率法计算股票价值：股票价格 = 每股净资产 × 市净率

用现金流量折现法（DCF）计算股票价格也是目前证券公司研究人员常用的方法之一，但比较复杂。

第二，表 2-3 反映了连续三年的数据，便于比较、对比最近三年公司业绩的增长情况，比如贵州茅台 2008 年营业收入同比增长了不到 14%，但利润总额增长率超过 19%，净利润和每股收益增长率达到 34%，说明公司的成本费用控制得好，显示了增长的高质量。

第三，每股净资产和每股现金流量净值高，说明公司有分配现金股利、股票股利和公积金转增股本的能力。果然，贵州茅台当年分红方案为：每 10 股派发现金 11.56 元。

这张表格，投资者一定要认真研读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、股本变动及股东情况

这部分内容有三大类：股本变动情况、证券发行与上市情况、股东与实际控制人情况，下面分别简述。

股本变动情况就是两张表格：一张是《股份变动情况表》，说明报告期内股本总数和股份结构的变化情况，分析价值不大，可以不看。另一张是《限售股份变动情况》，说明限售股份变动情况，如解禁期到了，原来不能上市交易的股份现在可以卖出了，这个信息有价值，要仔细研读，因为限售股解禁后随时可以出售，尤其是数量较大的，对股价会有一定的影响；还要关注限售股份的解禁日期。

下面是贵州茅台 2008 年年报中的《限售股份变动情况》，显示：2008 年内控股股东茅台酒厂持有的股份中有 4719 万股解禁，可以上市卖出了；到了 2009 年 5 月 25 日，控股股东茅台酒厂持有 4.88 亿股也可以解禁、上市流通了（见表 2–4）。

表 2–4　限售股份变动情况

股东名称	年初限售股数	本年解除限售股数	本年增加限售股数	年末限售股数	限售原因	解除限售日期
贵州茅台酒厂有限责任公司	535869034	–47190000	0	488679034	股权分置改革承诺	2009 年 5 月 25 日
合　计						

资料来源：贵州茅台 2008 年年报第 6 页。

"证券发行与上市情况"有三部分：

第一，"最近三年股份发行与上市情况"。

第二，"公司股份总数及结构的变化"，说明报告期内因送股、配股等原因引起股份总数和结构变动情况。

第三，"现存的内部职工股情况"。内部职工股是 20 世纪后期的历史产物，目前的上市公司几乎没有内部职工股了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总体来说，“证券发行与上市情况”中能够提供的有价值的信息也只有《限售股份变动情况》这一份表格。

“股东与实际控制人情况”这部分篇幅不大，但反映的信息非常有价值，尤其是股东人数及前10大股东持股情况。比如，年报显示前10大股东中基金大量增持、股东人数又明显减少（特别是发生在第三季度），说明筹码集中，机构看好该股，则其股价还有望看高一线。本书第四章将专门对其进行研究。

五、董事、监事和高级管理人员

这部分介绍董事、监事和高级管理人员的基本情况、薪酬水平、在其他单位任职和人员变动情况，投资者可以不看。

六、公司治理结构

这部分主要描述公司董事会、监事会和高级管理人员职责分明、各司其职，公司内部控制制度健全，上市公司相对于控股股东保持人员、机构、业务、财务、资产的独立性，独立董事履行职责情况、对高级管理人员的考核激励等，投资者可以不看。

七、股东大会情况简介

这部分是说明报告期内召开的股东大会时间、会议决议披露的报纸和披露时间，是一本流水账，投资者可以不看。

八、董事会报告

董事会报告就是董事会的述职报告，按照监管部门的详细规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定，董事会报告必须对财务数据、重要业务数据、重大事项进行讨论分析，必须包括 6 个部分（见表 2-5）。

表 2-5 董事会报告

项　　目	主要内容
报告期内经营情况回顾	过去一年的经营业绩及原因分析，主营业务范围及经营状况（按行业、地区分列），资产、费用、现金流变化及其原因，子公司和参股公司情况介绍
未来发展的展望	公司所处行业发展趋势及公司未来的计划、对策
公司投资情况	过去一年投资项目及其进展程度
公司会计政策、会计估计变更或重大会计差错更正的原因及影响	会计核算调整
董事会日常工作	董事会开的会议及下设的审计委员会、薪酬委员会工作情况
利润分配或资本公积金转增预案	分红草案、最近三年利润分配情况

对投资者而言，董事会报告中首先关心的是“利润分配或资本公积金转增预案”，尤其是已经持股的投资者应该比较关心这部分内容。它事关投资者的回报，而且对股价有较大的影响，高分红的股票自然受资金追捧，吝啬的公司自然挨骂。

阅读“报告期内经营情况回顾”，了解过去一年利润增减情况及其背后的原因还能了解到公司的主营业务及其主要收入来源地。以陆家嘴（600663）2008 年年报为例，投资者可以清晰地发现：陆家嘴的主业是土地批租、房屋销售与租赁，主要收入来源于上海，见图 2-3。

投资者阅读“未来发展展望”了解行业发展趋势和公司下一年工作计划，或许能发现有用的信息。

“公司投资情况”其实是很重要的一个部分，但是各个上市公司披露的详细程度不一。有的上市公司年报只是披露几张内容简单的表格，那就不用看了。看了也无法获取有价值的信息（除非对该投资项目所处的行业非常熟悉），因为表格中只有投资项目名称、投资金额、投资进度等，细心的公司会加个简单的说明，诸如“该投资项目已取得预期的效益或者该投资项目的效益已体现在公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 公司主营业务及其经营状况

（1）主营业务分行业、产品情况

（单位：元　币种：人民币）

分行行或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	营业利润率比上年增减（%）
分行业						
土地批租	1321846671.00	353200763.51	73.28	-5.38	-46.59	20.62
房产销售	4826400.00	1502596.92	68.87	-98.99	-99.28	12.17
房地产租赁	254971726.76	95305901.50	62.62	67.62	20.42	14.65
酒店业	111099015.71	67553581.33	39.20	1295.04	1949.00	-19.41
其他业务	3050000.00	2718330.20	10.87			

主营业务收入的结构中，房产销售收入 482.64 万元，较上年减少 98.99%，主要是由于本公司控股子公司上海陆家嘴联合房地产有限公司物业已销售完毕，本年仅销售了剩余的两套物业，房产租赁收入为 2.55 亿元，较上年增加 67.62%，主要是由于本年度渣打银行大厦，软件园 9 号楼、13 号楼等完工投入使用，增加了租金收入。酒店业收入比上年大幅增加的原因为上海明城酒店管理有限公司系 2007 年 11 月完成收购。

（2）主营业务分地区情况

（单位：元　币种：人民币）

地　区	营业收入	营业收入比上年增减（%）
上海市	1695793813.47	-16.71

图 2-3　过去一年经营情况回顾

整体经济效益之中”，同样没有多少可用的信息。

如果披露得比较详细，尤其是披露某个项目的收益情况，则应该好好研究，因为投资项目，尤其是重大投资项目往往是上市公司未来新增收入的重要来源。

至于“董事会日常工作”，那就是董事会的工作流水账，投资者可以不用看。

还有“公司会计政策、会计估计变更或重大会计差错更正的原因及影响”也不用看，第一，不懂会计知识的投资者未必看得懂；第二，注册会计师的审计报告已经把关；第三，除非财政部会计准则委员会修改《企业会计准则》，一般情况下，上市公司不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愿意随意变更会计政策，因为这容易引起投资者的误解。

九、监事会报告

这就是监事会工作的流水账，加上监事会对公司依法运作、关联交易、财务情况等的独立意见，投资者不必关注。

十、重要事项

“重要事项”包括如下 11 项内容：

（1）重大诉讼仲裁事项。

（2）破产重整相关项目。

（3）其他重大事项及其影响和解决方案的分析说明。

（4）资产交易事项。

（5）关联交易事项。

（6）重大合同及其履行情况。

（7）承诺事项的履行情况。

（8）聘任、解聘会计师事务所的情况。

（9）上市公司董事、监事、高级管理人员、股东、实际控制人受处罚及整改情况。

（10）其他重大事项说明。

（11）信息披露索引。

其中的第三项主要披露上市公司持有的其他上市公司股权、参股的金融企业股权，包括原始投资成本、年末账面值、本期收益等情况；还披露买卖其他上市公司股票的资金数量、股份数量及投资收益。需要投资者重点关注的是目前没有按市场价格计量的其他上市公司股权，如雅戈尔持有 1.79 亿股宁波银行（002142）股权，初始投资成本和目前账面值均为 1.81 亿元，2010 年 7 月可上市交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易，2009 年 12 月 4 日收盘价为 16 元。若上市流通时仍能维持 16 元的股价，则雅戈尔单是宁波银行股权就隐含了 20 多亿元的投资收益。

需要提醒投资者的是，阅读第三项内容时最好与“财务报表附注”中“长期股权投资”附注结合起来研究，会更清晰。

第四项“资产交易事项”用来分别介绍收购资产情况和出售资产情况，尤其是资产本身的金额在上市公司总资产中所占的比重较大或对利润有较大影响的资产交易事项（如重大资产重组）投资者要细细研读，以免遗漏公司脱胎换骨或利润飙升的投资机会。

第五项“关联交易事项”在会计报表附注中还有更详细的披露。关联交易主要是指上市公司与控股股东（实际控制人）、控股股东控制的其他企业、上市公司领导人或家属及其控制的企业等（统称“关联人”）发生的业务往来。由于存在通过价格转移达到其中一方向另一方输送利益的可能，监管部门规定：金额较大的关联交易除了公开披露外，还应视金额大小分别提交董事会或股东大会批准。

如果上市公司向关联人输送利益，如五粮液（000858）通过低价卖给集团公司控制的进出口公司的方式向关联人每年输送利益数亿元；反之，也有控股股东向上市公司输送利润。这些对上市公司业绩、股价及未来发展都有影响。

第六项“重大合同及其履约情况”，投资者的关注重点是上市公司对外担保情况，投资者千万不能忽视。担保如同古代“连坐”制度一样，一人出事会殃及他人。特别要关注上市公司为负债率超过 70%的企业担保的情况，一旦该企业无力偿债，债权人就会通过法律途径迫使为之担保的上市公司代为偿债，将严重损害投资者的利益。前些年，河北部分上市公司互相担保，因为 ST 宝硕无力还债，引起多米诺骨牌式的连锁反应，对河北上市公司损害极大。

第八项“聘任、解聘会计师事务所情况”。一般情况下，上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司不会轻易更换会计师事务所。按照证监会的规定：无论上市公司解聘会计师事务所还是会计师事务所辞聘，双方都要向中国证监会报告并披露原因；如果被解聘的会计师事务所有异议，还可以向股东大会申诉且可以要求公司披露相关信息。鉴于以往上市公司财务造假经常出现更换会计师事务所的案例，一旦上市公司更换会计师事务所且更换理由牵强，投资者应保持警惕。

“重要事项”部分的第三、四、五、六项将在以后各章中详细阐述。

十一、财务会计报告

“财务会计报告”是年报的核心，也是年报中篇幅最大的部分。它主要有审计报告、财务会计报表和财务会计报表附注。本章第三节将专门说明。

十二、备查文件目录

投资者不需要看。

第三节　财务会计报告解说

财务会计报告包括审计报告、财务会计报表和财务会计报表附注三个部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、审计报告

审计报告是上市公司聘请的会计师事务所的注册会计师对会计报表进行审核后出具的书面审计意见书。审计报告列示在年报第一部分"重要提示"中，如上海家化（600315）2008 年年报第 2 页的列示：

一、重要提示
（一）本公司董事会、监事会及其董事、监事、高级管理人员保证本报告所载资料不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。 （二）公司全体董事出席董事会会议。 （三）立信会计师事务所有限公司为本公司出具了标准无保留意见的审计报告。 （四）公司负责人葛文耀先生、主管会计工作负责人曲建宁先生及会计机构负责人（会计主管人员）丁逸菁女士声明：保证年度报告中财务报告的真实、完整。

图 2-4　审计报告

会计报表是上市公司财务会计部门的人员编制的，为了防止上市公司财务造假，监管部门强制规定：上市公司必须聘请独立的会计师事务所对年度会计报表进行审计，上市公司披露的年报必须是经过会计师事务所审计后的年报。审计的主要内容包括会计报表的数据是否真实、准确，反映的上市公司资产负债情况、经营业绩和现金流量是否完整、有无遗漏等。审计结束后，会计师事务所出具审计报告，审计报告上必须有两名注册会计师的签章。

注册会计师出具的审计报告分为两大类：

一类是"标准无保留意见审计报告"，也就是说会计师事务所认为财务报表合格，投资者可以相信，并以此作为投资参考依据。

近年来，一种中国特色的"带强调事项段的"无保留意见的审计报告，与标准的无保留意见审计报告相比只是增加了强调事项段，起了增加审计报告的信息含量、提高审计报告的有用性作用，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全不影响对财务报表真实性、正确性、完整性的认定，投资者只要简单地把该类财务报表认为质量没有问题就可以了。

另一类是“非标准意见审计报告”，也就是说会计师事务所认定财务报表质量有问题，属于不合格。非标准意见审计报告按照不合格程度不同，又细分为三种：

（1）保留意见的审计报告，即注册会计师认为：财务报表除个别项目外都作了真实、准确和完整的反映。例如，因为暴雪交通受阻无法对部分存货盘点，但经过替代审计程序检查确定存货项目无重大差错，则可签发保留意见的审计报告：除无法盘点存货及可能影响之外，财务报表真实、准确和完整。

投资者如何判断被出具保留意见审计报告的财务报表，主要取决于导致保留意见的事项本身在财务报表中的重要程度，如果很重要，则该财务报表实际上可视同不公允。

（2）否定意见的审计报告，即注册会计师认为：财务报表没有真实、正确、完整地反映上市公司的资产负债、经营业绩和现金流量。

（3）无法表示意见的审计报告，注册会计师无法获取适当、充分的审计证据，以至于无法对财务报表发表审计意见，只能出具无法表示意见的审计报告。

二、财务会计报表

财务会计报表主要有四张：资产负债表、利润表（损益表）、现金流量表和所有者权益变动表。

为了让报表的使用者通过比较本期与上期的财务数据，掌握企业的财务状况、经营业绩和现金流量的变动情况和发展趋势，上市公司必须同时披露连续两期报表数据，如资产负债表必须披露本年末数据和上年末（就是本年初）数据；损益表、现金流量表、股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权益变动表必须披露本年度数据和上年度数据。实际操作中，就是按各会计项目再分“年初数据（上年数据）”和“年末数据（本年数据）”两栏分别填列。

这四张报表因为编制主体的不同而分为合并会计报表和母公司会计报表。许多上市公司对外投资控股子公司和孙公司，子孙公司的财务状况、经营业绩、现金流量数据都要合并到上市公司（母公司）的会计报表中，否则报表反映的财务数据不完整。实际操作中，子公司先将孙公司的财务报表合并后，编制子公司的合并报表，然后上报母公司（上市公司），上市公司再编制合并报表，对外披露。这样投资者在年报中会同时看到母公司会计报表和合并会计报表，投资者平常使用的净利润、净资产、每股收益等数据都是来自合并会计报表，而不是母公司会计报表。

因为合并会计报表中合并了本来不属于上市公司的权益，如上市公司控股了一家子公司 90%的股权，合并会计报表中包括了这家子公司的数据，其中有 10%的权益不属于上市公司，属于子公司的小股东（统称“少数股东”）。为了保证真实性，合并会计报表中必须明确列示“少数股东权益”，只有“归属于上市公司的股东权益”、“归属于上市公司的净利润”才属于上市公司股东。

1. 资产负债表

资产负债表是专门反映上市公司在某一特定日期（如年末、季末、月末等）所拥有的经济资源（资产）、所欠的债务（负债）和股东拥有的权益情况的会计报表。

阅读资产负债表可以发现上市公司在某一特定日期总共有多少现金和银行存款，有多少债权没有收回，有多少长期投资，有多少固定资产，欠了银行多少负债，欠了客户多少负债，收到多少预付款，还有多少未分配利润，可供转增股本的公积金多不多等，它是上市公司的一幅全景画面。

资产负债表的理论依据：资产=负债+所有者权益（股东权益）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国外以前把“所有者权益”理解为企业欠股东的债务，即“对内负债”，所以把上述等式解释为资产等于负债（“对外负债”加上“对内负债”），于是就称为“资产负债表”。后来，随着对股东权益认识的深化，它不再被认为是企业的“对内负债”了，所以该报表就改称“平衡表”（Balance Sheet）。中国因为一直叫资产负债表，已经习惯了，所以没有改名，还是沿用至今。

负债最容易理解，就是企业欠银行的贷款、欠供货商的货款、欠政府的税款、欠职工工资，还有预收的销货款等。

资产是企业拥有的可以用货币计量的经济资源，如现金、存款（合称“货币资金”），债权（人家拖欠企业的钱，称为“应收账款”），原材料、半成品、产成品（合称“存货”），厂房、机器设备（合称“固定资产”），土地使用权（称为“无形资产”）、长期股权投资等。

所有者权益（股东权益）就是股东原始投入加上后续产生的尚未分配的利润。与资产、负债不一样的地方是：资产是可以盘查、清点，能一一对号核实的，负债也是有凭有据、有供货合同和贷款协议等文本可查的，所有者权益没有可对应的财物，它只是通过“资产—负债”推算出来的数据。虽然股东最初投入时的财产（无论是现金还是实物）是可以一一对应的，经过生产经营后股东原始投入的财产形态发生变化——投入的资金买了机器设备、原材料，投入的实物消耗了、报废了——转化为企业的收入和利润，自然没有一一对应的东西了。

为了便于理解这一恒等式，以张三家为例进行说明。张三家新购价值 280 万元的住房一套，从银行贷款 200 万元，还有汽车一辆价值 30 万元，另有家具、电器、衣服等共计 9 万元，购买银行理财产品和股票投资的市值合计 22 万元，银行存款 5 万元，借给同事 3 万元（债权），还有零用现金 1 万元，则张三家的总资产为：280+30+9+22+5+3+1=350 万元，总负债为 200 万元，所有权权益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 150 万元（350–200=150 万元）。

下面是中国国贸（600007）2008 年的资产负债表：同时列示了其 2007 年和 2008 年的数据，还列示了上市公司（母公司）和合并报表的数据。通过对比式的列示，投资者可发现“归属于母公司股东权益合计”数，2008 年合并报表的数据（4221228258 元）比母公司报表数据（4206626228 元）要大，因为合并了子公司的数据（见表 2–6）。

表 2–6 中国国际贸易中心股份有限公司 2008 年 12 月 31 日合并及公司资产负债表

（除特别注明外，金额单位为人民币；元）

项 目	附 注	2008 年 12 月 31 日合并	2007 年 12 月 31 日合并	2008 年 12 月 31 日公司	2007 年 12 月 31 日公司
流动资产					
货币资金	七.1	192766589	322469492	153966922	268868367
应收账款	七.2、十一.1	8873541	3746680	8203523	3396054
预付款项		8859748	17085483	8469508	16521209
其他应收款	七.2、十一.1	9685861	10489332	7659440	9502850
存货	七.3	8780775	7021096	8780775	7021096
流动资产合计		228966514	360812083	187082168	305309576
非流动资产					
长期股权投资	七.4、十一.2	3683395	3132015	13183395	12632015
投资性房地产	七.5	2127656680	2350954216	2127656680	2350954216
固定资产	七.6	36851381	38172234	35411151	37291810
在建工程	七.7	3301246026	2091344570	3301246026	2091344570
无形资产	七.8	2298997952	2160795046	2298997952	2160795046
长期待摊费用	七.9	125755813	124714512	125755813	124714512
递延所得税资产	七.10	6447900	6669157	6425855	6664479
非流动资产合计		7900639147	6775781750	7908676872	6784396648
资产总计		8129605661	7136593833	8095759040	7089706224
流动负债					
短期借款	七.11	50000000	170000000	50000000	170000000
应付账款	七.12	245528733	149063865	244698256	148301313
预收款项	七.12	40369014	41038686	39282559	37577257
应付职工薪酬	七.13	27030538	24318290	21340205	23665304
应交税费	七.14	42051698	41096342	39718883	38099746

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项　目	附　注	2008 年 12 月 31 日合并	2007 年 12 月 31 日合并	2008 年 12 月 31 日公司	2007 年 12 月 31 日公司
应付利息	七.15	4947333	2769075	4947333	2769075
其他应付款	七.16	237181559	229353514	229145576	203307320
流动负债合计		647108875	657639772	629132812	623720015
非流动负债					
长期借款	七.17	2260000000	1460000000	2260000000	1460000000
应付债券	七.18	1000000000	1000000000	1000000000	1000000000
非流动负债合计		3260000000	2460000000	3260000000	2460000000
负债合计		3907106875	3117639772	3889132812	3083720015
股东权益					
股本	七.19	1007282534	1007282534	1007282534	1007282534
资本公积	七.20	1872518599	1872518599	1872501925	1872501925
盈余公积	七.21	358481274	323308034	358481274	323308034
未分配利润	七.22	982945851	814721501	968360495	802893716
归属于母公司的股东权益合计		4221228258	4017830668	4206626228	4005986209
少数股东权益	七.23	1268528	1123393	—	—
股东权益合计		4222496786	4018954061	4206626228	4005986209

2. 利润表

利润表是反映过去的一段时间（如一年、一个月等）上市公司经营成果的会计报表，从中可以发现过去的一段时间，上市公司总共收入是多少、总的费用成本是多少、挣钱了还是亏损了、分摊到全部股本的损益（每股收益）是多少。

利润表的理论依据是：收入 - 费用 = 利润

收入包括营业收入和营业外收入。营业收入是指企业从事生产经营活动而导致的经济利益的总流入，如制造类企业生产销售产品的金额、商业企业销售商品的总额等；营业外收入就是与企业日常经营活动没有直接关系的利得，如政府补助、出售报废机器的收入、接受的捐赠等。投资者考察企业主要关心营业收入。

费用主要包括营业成本、管理费用、销售费用、财务费用等，其中营业成本就是生产经营过程中发生的直接费用，如原材料成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本、工人工资、水电费等，财务费用主要是指银行贷款的利息支出。表 2–7 是中国国贸 2008 年度的利润表。

表 2–7　中国国际贸易中心股份有限公司 2008 年度合并及公司利润表

（单位：人民币元）

项　　目	附　注	2008 年度合并	2007 年度合并	2008 年度公司	2007 年度公司
一、营业收入	七.24、十一.3	897055597	886446384	836604501	842094884
减：营业成本	七.24、十一.3	(355719990)	(338411106)	(312647563)	(309616201)
营业税金及附加	七.25	(45975957)	(46126944)	(41915214)	(43333500)
销售费用		(11403325)	(5702231)	(11240879)	(5523504)
管理费用		(53501265)	(51590865)	(53546964)	(51629698)
财务收入（费用）	七.25	3835882	(5292689)	2754746	(5919948)
资产减值损失		—	(21015)	—	(1015)
加：投资收益	七.27、十一.4	551380	1528985	7581380	7703985
其中：对联营企业的投资收益		551380	1528985	551380	1528985
二、营业利润		434842322	440830519	427563007	433775003
加：营业外收入	七.28、十一.5	43994001	700420	43847684	700020
减：营业外支出		(4867971)	(4906918)	(4823971)	(4901584)
其中：非流动资产处置损失		(2878173)	(4734452)	(2878173)	(4729118)
三、利润总额		473968352	436624021	466586720	429573439
减：所得税费用	七.29	(118963247)	(146962614)	(114854321)	(141601409)
四、净利润		355005105	289661.407	351732399	287927030
归属于母公司股东的净利润		354489970	289268188	351732399	287927030
少数股东损益		515135	393219	—	—
五、每股收益					
基本和稀释每股收益	七.30	0.35	0.29	—	—

3. 现金流量表

现金流量表是专门用于说明过去的一段时间上市公司现金、存款、现金等价物（一般指 3 个月内可随时变现或到期的债券投资）流入、流出情况的会计报表。现金流量表是造假难度最大的报表。

现金流量表主要由三部分组成：分别反映企业在经营活动、投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资活动和筹资活动中产生的现金流量。

现金是企业日常运作的“血液”，一个企业是否有足够的现金流入是至关重要的，这不仅关系其支付股利、偿还债务的能力，还关系公司的生存和发展。当年大中华区实力最强的香港百富勤证券因为一笔 3000 万美元的债权到期没有足够的现金支付而被迫倒闭，其创始人梁伯韬含泪总结“Cash is King”（现金为王）。现金流量表就是“验血”报告，企业日常运作的好坏，从这份报告中可以有个初步判断。因为从其他会计报表中，投资者只能掌握公司现金的静态情况，而现金流量表却反映了企业现金流动的动态情况；投资者在研究现金流量表时，如果再参阅其他报表，那对公司的了解就会更为全面。

经营活动产生的现金流量：现金流量支出主要包括购买原材料、接受劳务而支出的现金，支付员工工薪、支付税金等；现金流量收入主要就是销售产品、对外提供劳务获得的现金。正常生产经营活动产生的现金净流量应该为正，如果出现负数，则至少说明应收款项金额太大了。

投资活动产生的现金流量：现金流量支出主要包括购建固定资产、无形资产、股权投资、债券投资（期限超过 3 个月）；现金流量收入：分得股利或利润、取得债券利息收入而流入的现金，处置转让固定资产、无形资产、股权投资、债券投资而收到的现金。

投资活动一般很少产生一次性大量的现金流入。而产生大量现金流出，导致投资活动现金流量净额出现负数往往是正常的，这是为公司的长远利益、为以后能有较高的盈利水平和稳定的现金流入打基础的。

筹资活动产生的现金流量：现金流量支出主要有归还银行贷款、支付到期的债券、支付利息、分配现金股利等，现金流量收入主要包括发行股票和债券所得现金、取得银行贷款等。

表 2–8 是中国国贸 2008 年的现金流量表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2–8　中国国际贸易中心股份有限公司 2008 年度合并及公司流量表

（单位：人民币元）

项　目	附注	2008 年度合并	2007 年度合并	2008 年度公司	2007 年度公司
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金		898066613	892942993	833502333	839071161
收到其他与经营活动有关的现金		17160253	18599558	31593918	17810303
经营活动现金流入小计		915226886	911542551	865096251	856881464
购买商品、接受劳务支付的现金		(57468965)	(37670095)	(28425914)	(20665416)
支付给职工以及为职工支付的现金		(72806683)	(50789743)	(58290594)	(47157032)
支付的各项税费		(208361497)	(221033353)	(197117901)	(210050731)
支付的其他与经营活动有关的现金	七.31	(146748491)	(156946333)	(144914603)	(147342942)
经营活动现金流出小计		(485385636)	(466439524)	(428749012)	(425216121)
经营活动产生的现金流量净额	七.31	429841230	445103027	436347239	(431665343)
二、投资活动产生的现金流量					
取得投资收益所收到的现金	十一.4	—	—	7030000	6175000
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		167245	768458	167245	768458
投资活动现金流入小计		167245	768458	7197245	6943458
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金		(897098340)	(878702813)	(896200891)	(878404610)
投资活动现金流出小计		(897098340)	(878702813)	(896200891)	(878404610)
投资活动产生的现金流量净额		(896931095)	(877934355)	(889003646)	(871461152)
三、筹资活动产生的现金流量					
取得借款收到的现金		950000000	1180000000	950000000	1180000000
筹资活动现金流入小计		950000000	1180000000	950000000	1180000000
偿还债务支付的现金		(270000000)	(440000000)	(270000000)	(440000000)
分配股利、利润或偿付利息支付的现金		(343091375)	(236686581)	(342721375)	(236361581)
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润		(370000)	(325000)	—	—
筹资活动现金流出小计		(613091375)	(676686581)	(612721375)	(676361581)
筹资活动产生的现金流量净额		336908625	503313419	337278625	503638419
四、汇率变动对现金的影响		478337	(74533)	478337	(74403)
五、现金净（减少）/增加额	七.31	(129702903)	70407558	(114899445)	63768207
加：年初现金余额		322469492	252061934	268868367	205100160
六、年末现金余额	七.1、七.31	192766589	322469492	153968922	268888367

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者需要注意：现金流量表中经营活动现金流量净额与利润表的净利润往往不等，原因主要有以下两个方面：

（1）影响利润的事项不一定同时发生现金流入、流出。例如，一家公司本期的营业收入有 8 亿元，而本期新增的应收账款却有 7 亿元，这种增加收入及利润但没有足额现金流入的事项，是造成两者产生差异的原因之一。

有些成本费用，减少利润但并未伴随现金流出。例如，固定资产折旧、无形资产摊销，只是将这些资产的取得成本，在使用它们的受益期间合理分摊，并不需要付出现金。

（2）由于对现金流量分类的需要。净利润总括反映公司经营、投资及筹资三大活动的财务成果，而现金流量表上则需要分别反映经营、投资及筹资各项活动的现金流量。例如，支付银行贷款利息，既减少利润又发生现金流出，但在现金流量表中将其作为筹资活动中现金流出列示，不作为经营活动现金流出反映。

上述两个方面就是导致经营活动现金流量净额与净利润产生差异的原因，也是现金流量表附注中要求披露的内容。利润表列示了公司一定时期实现的净利润，但未揭示其与现金流量的关系。资产负债表提供了公司货币资金期末与期初的增减变化，但未揭示其变化的原因。现金流量表如同桥梁沟通了上述两表的会计信息，使上市公司的会计报表体系进一步完善，向投资者与债权人提供更全面、有用的信息。

4. 所有者权益变动表

所有者权益变动表是反映过去一段时间（如一年）股东投入上市公司的资本是否增值、增值多少和如何增值的。

这张报表只是将分散在其他三张会计报表中的相关数据归集到一起形成一张报表，其价值明显不如其他三张报表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、财务会计报表附注

附注的主要内容就是财务报表的编制方法、财务报表主要项目数据的注释、说明。

财务报表的编制方法只能依据财政部会计准则委员会颁布的《企业会计准则》和证监会、交易所涉及年报披露的相关规定，各上市公司大同小异。

报表主要项目数据的解释说明，就是详细解释一下某个项目的数据是如何汇总计算的。例如，中国国贸的会计报表附注中对“损益表”中的“营业收入”的详细说明，营业收入主要是租金收入，写字楼、商场、公寓、展览中心的租金收入分别是多少。见图 2-5。

（1）营业收入

	2008 年度	2007 年度
写字楼	417454538	433496230
商场	231923488	228328295
公寓	118988768	104931353
展览	46631511	55301927
其他	82057292	64388579
合计	897055597	886446384

营业收入主要为租金及杂费收入。

2008 年度，本集团对前五名客户销售的收入总额为 94168208 元，占本集团全部销售收入的 10.50%（2007 年：88050944 元，9.93%）。

图 2-5 中国国贸

财务报表中的关键数据及其会计报表附注中的详细说明，有些非常重要，以后各章都会引用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年报内容很多，由12个部分组成，但各部分包含的信息价值量不同。

第3部分：会计数据及业务数据摘要很重要，特别是第三个表格。

第4部分：股本变动及股东情况，主要看股东人数、前10大股东持股情况。

第8部分：董事会报告很重要，主要看其上年经营情况回顾、未来计划等。

第10部分：重要事项，投资者需要阅读其中的第3（持有其他上市公司股权、金融企业股权）、4（重大资产买卖）、5（关联交易）、6（对外担保）部分。

第11部分：会计报表主要是有针对性地在会计报表附注中寻找详细的说明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　主营业务和盈利模式中的投资机会



股票投资，先应该对上市公司有个基本了解，特别要了解它的主营业务和盈利模式，就是知道该公司的生产经营范围，是靠主业经营有方挣的钱还是靠成功的投资收益或者是变卖资产的一锤子买卖、其盈利有没有可持续性等，这些对投资者的决策有很大的帮助，至少可以避免某些人为的陷阱。

第一节　主营业务与股价行业板块联动

一、主营业务情况

上市公司年报中有两个地方提供上市公司基本情况的介绍，可以了解到上市公司主要业务及其相应的盈利模式。下面以张江高科（600895）的 2008 年年报为例说明：

（1）年报第八部分“董事会报告”的“董事会讨论与分析”中的“公司主营业务及其经营状况”的“主营业务分行业、产品情况”和“主营业务分布地区”，见图 3-1（在会计报表附注中说明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、公司主营业务及其经营状况

1. 主营业务分行业、产品情况表

（单位：元　币种：人民币）

分行业	主营业务收入	主营业务成本	营业利润率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	营业利润率比上年增减（%）
房地产	1534895240.92	466780656.19	63.22	62.60	-0.96	19.29
工业	234501.71	202150.52	8.55	-70.75	-118.44	-205.60
服务业	120148503.80	84473599.79	25.87	434.24	1338.53	-41.28
商业	70545770.84	70352280.95	0.15	-65.64	-64.83	-2.42
合　计	1725824017.27	621808687.45	58.04	47.18	-8.03	20.78
分产品						
房地产销售	1127741283.20	328655065.21	64.63	78.53	-13.26	30.26
房产租赁	407153957.72	138125590.98	59.34	30.38	49.44	-3.96
通信服务	105901653.26	78390244.15				
合　计	1640796894.18	545170900.34	60.60	73.82	15.67	16.67

2. 主营业务分布地区

（单位：元　币种：人民币）

分地区	主营业务收入	主营业务收入比上年同期增减（%）
境　内	1712053989.69	52.44
境　外	13770027.58	-72.16
合　计	1725824017.27	47.18

图 3-1　年报

资料来源：2008 年年报第 15 页。

得更详细）。

（2）第十一部分“财务会计报告”的“财务会计报表附注”中的“公司基本情况”，见图 3-2。

根据上述介绍，投资者可以了解到以下信息：该公司是一家位于上海的、标准的房地产企业，2008 年房屋开发销售和房屋租赁收入占总收入的 89%。其盈利模式非常简单：在上海市浦东新区张江开发区从事房地产业务，开发房屋销售或者出租。它根本不是什么高科技企业，投资者不要被其股票简称“张江高科”所迷惑，免得高科技板块普涨时误把“张江高科”当做高科技股票买入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、公司基本情况

上海张江高科技园区开发股份有限公司（以下简称本公司或公司）系于 1996 年 3 月 22 日经中国证券监督管理委员会以证监发审字［1996］17 号文批准设立的股份有限公司，1996 年 4 月 18 日由上海市工商行政管理局颁发《企业法人营业执照》，注册号为 310000000043546，公司注册资本为人民币壹拾伍亿肆仟捌佰陆拾捌万玖仟伍佰伍拾元。上述股本已经立信会计师事务所有限公司验资，并出具信会师报字［2008］第 11938 号验资报告。公司法定代表人刘小龙，所属行业：综合类。公司经营范围：房地产开发与经营，公司受让地块内的土地开发与土地使用权经营，市政基础设施建设投资，物业投资和经营管理，商业化高科技项目投资与经营，设备供应与安装，建筑材料经营，仓储投资，与上述有关的有偿咨询业务，经营各类商品和技术的进出口（不另附进出口目录），但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外。公司主要经营受让地块内的土地转让、房产开发与销售、房产租赁、商品贸易、数据通信服务。提供主要劳务为与主营业务有关的有偿咨询服务等。

公司股权分置改革于 2005 年 10 月 24 日实施完成。

经中国证券监督管理委员会核准，本公司以股权登记日 2008 年 8 月 6 日总股本 121566900 股为基数，向全体股东每 10 股配售 2.9 股人民币普通股（A 股），实际配售 A 股 333020550 股，本次配股后，本公司注册资本变更为人民币 1548689550.00 元。

图 3–2　公司基本情况

资料来源：2008 年年报第 59 页。

了解公司的主业（还有主业产生的地区），对投资股票有一定好处。目前，股票的简称容易让投资者产生误解的上市公司不少，如“兰花科创”（600123）容易让投资者误以为是科技创业企业。如果读了年报，就会明白它实际上是一家标准的煤炭、煤化工企业，与投资者心目中的科技创业类企业八竿子打不着，截至 2009 年其前三季度每股收益还名列煤炭行业第一，见表 3–1。

表 3–1　主营业务分行业、产品情况

（单位：元　币种：人民币）

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	营业利润率比上年增减（%）
分行业						
化肥产品	2197560617.01	1820691131.92	17.15	36.27	37.61	–0.81
煤炭产品	3332870580.34	1106759821.43	66.79	62.75	47.08	9.60

资料来源：兰花科创 2008 年年报第 17 页。

还有“上风高科”（000967），很多投资者第一反应：这是一家高科技企业。看了年报，就会知道其庐山真面目。第一，公司全称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是“浙江上风实业股份有限公司”，位于浙江省上虞县上浦镇，名称里面都找不到“高科”两字；第二，看其主要产品、主营业务就会惊讶地发现该企业的主营业务是生产销售漆包线、鼓风机两种传统产品，与想象中的高科技差距甚大，见表 3–2。

表 3–2 主营业务分行业情况

主营业务分行业情况						
分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	营业利润率比上年增减（%）
风 机	16547.29	11638.06	29.67	-12.59	-1.99	-20.41
漆包线	110503.42	103556.84	6.29	-7.63	-8.19	9.84
合 计	127050.71	115194.90	9.33	-8.31	-7.60	-7.00

更有甚者，当年深圳一家主业为生产鸡饲料及饲养肉鸡、纯属传统产业的上市公司康达尔（000048）被控股的庄主改名为“中科创业”，让很多不明就里的投资者误以为它是一家与中科院有关的新技术创业企业而上当吃亏——1998 年，被深套在康达尔的庄主朱焕良找到北京机构“K 工作室”的吕梁寻求帮助，同年 4 月，吕梁携资金进驻康达尔，此时其股价仅 10 元左右。一年后，康达尔的第一大股东将股权转让给吕梁控股的企业，股价已接近 30 元。1999 年 12 月 8 日，康达尔正式更名为“中科创业股份有限公司”，股价已是 42.28 元，更名之后的 20 多个交易日，股价以更大的幅度暴涨。2000 年 2 月 21 日，股价上涨到了 84 元，市盈率达到了 400 倍。之后，有合作方先行违约抛股，股价开始下跌，中途曾连续 9 天跌停，最后跌至 1.72 元，考虑除权因素（曾 10 股送 3.8 股派 3 元现金），实际上只有 2.67 元，仅为最高价的 3.2%，假如投资者花 10000 元在 84 元买入则市值加上分到的现金股利也只有 317 元，损失之惨烈可见一斑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、股价板块联动效应

由于股市板块联动效应（主要是行业联动、区域联动、题材联动、概念联动）的存在，了解上市公司主业及其主要收入来源地对投资者买卖股票一定有好处。

一般而言，一只股票的价格变动受到大盘、板块（行业、概念、区域、题材）和企业本身三个方面的同时影响和制约。大盘持续上涨，绝大多数个股一般都会上涨，无非是上涨的先后时间和上涨幅度不同而已，只有极个别企业或板块因为特殊“噩耗”才会滞涨甚至下跌；大盘持续下跌，绝大多数个股都难以摆脱大盘的制约而随大盘逐流而下，只有个别板块或者个别股票因为本身的特殊情况能走出逆势上涨的行情。

板块的说法最早借鉴于地震板块学说，比较公认的理解是把同一行业的企业、同一地区的企业、同一概念的企业、同一题材的企业分别称为某某行业板块、某某区域板块、某某概念板块、某某题材板块；板块划分可大可小，取决于市场的认同程度。另外，一个企业可以因为行业、区域和概念的不同，同时被划分入不同的板块。例如，生产汽车零配件的华域汽车（600741）可以将其划入汽车板块，也可以将其划入细分的汽车配件板块，因为又是上海的企业，可将其划入上海板块。

行业板块股价联动效应并非中国特色，世界其他地区的证券市场也同样存在。主要原因是同行业的企业往往具有共性，如上游的原材料降价，大家同样享受成本下降的好处；产品价格下跌，大家只能一样被迫降低出厂价，忍受销售收入减少的痛苦。

概念板块联动的核心是“概念”。概念，实际上一个新的产业正式形成之前的“称谓”，等到概念变成现实，自然就形成了一个新的行业（产业）。最典型的是10年前的网络概念，现在很少有人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再称其为“概念”了，而是一个实实在在的、营业额庞大的网络产业，包括了门户网站、搜索网站、网络游戏、网络销售（B to B、B to C）等，还包括类似Cisco这样提供网络技术服务的企业。

至于题材板块联动、区域板块联动比较容易理解。

股价板块联动是指板块内企业的股价往往具有同涨同跌的现象：

（1）每当某一行业行情看涨时，该行业内的股票会出现普遍上涨的情况。例如，山西省整顿、重组、关闭小煤窑导致煤炭产量减少、煤炭价格上涨，则煤炭行业的上市公司股价普遍上涨，因为它们的煤矿全是大型煤矿，是政府重组小煤窑的主要受益者。

（2）某一区域受惠于某项优惠政策或某个重大事件利好影响，则该区域内的上市公司股价会普遍上涨；如当年北京申奥、上海申博成功，北京当地的上市公司、上海当地的上市公司股票普遍上涨；国家振兴东北战略出台，东北区域内上市公司无论估计的受益情况如何短期内普遍上涨；还有2008年四川大地震，位于震区的上市公司股票普遍下跌，主要生产基地位于震区中心德阳市汉旺镇的东方电气（600875）因此连续两天跌停，如果不知道地震对公司的影响而买入则容易被套。

（3）某一题材因特殊情况而被市场主流力量（包括主流基金、主流券商、主流媒体等）看好，上市公司只要涉及该题材，往往会搭上股价普涨的列车。例如，股指期货即将推出的传闻，则参股、控股期货的上市公司、获得IB资格的证券公司还有沪深300指数的成分股都会因涉及股指期货题材而上涨。

拥有期货公司股权超过40%的上市公司有：中国中期（000996）、新黄浦（600638）、现代投资（000900）、大连控股（600747）、厦门国贸（600755）、中大股份（600704）、高新发展（000628）、美尔雅（600107）、西北化工（000791）、津滨发展（000897）、弘业股份（600128）等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）某个新兴行业形成之前，往往是先炒作概念。例如，2009年第三季度，市场制造了以电子标签、二维码识别技术、自动识别芯片等为主的“物联网”概念被热炒，涉及“物流网”概念的远望谷（002161）、东信和平（002017）、新大陆（000997）等的股价普遍大涨。类似的还有1999年的网络概念股，2009年诞生的“智能电网”概念股、低碳经济概念股都有可能在2010年继续吸引主流力量的眼球。

第二节 主营业务的改变与投资机会

主业的变化一般有以下三种途径：

一、彻底退出原来的主业，进入新的行业

此类最典型的就是上市公司控股股东变更后的彻底重组，如都市股份（600837）被海通证券借壳后彻底退出原来的行业转而成为一家证券公司，主业质变的结果是股价的质变。主业变化前的2007年第一季度每股收益0.0123元，而证券业务注入后2007年第二季度的每股收益达到0.60元，增加了47倍。相对应的股票价格也从宣布重组之日（2006年10月13日）的5.80元暴涨到68.53元最高价（2007年11月1日），见图3–3。

二、主业的延伸

主业的延伸即继续从事原来的主业，但向周边行业拓展，寻找新的利润增长点。最典型的就是中集集团（000039）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

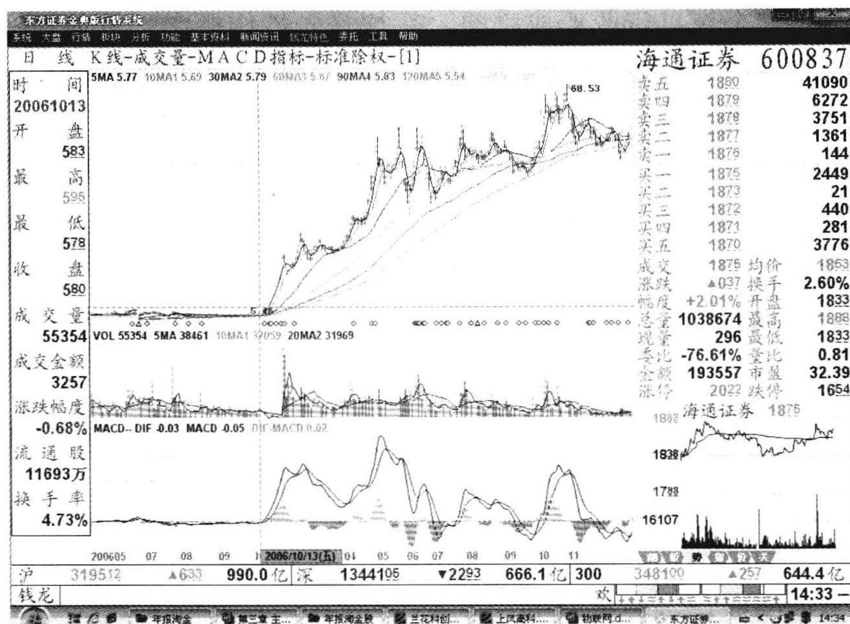


图 3-3 海通证券

中集集团是世界上最大的集装箱生产基地，通过收购其他集装箱厂家和扩充产能占有了全球一半以上的市场份额，成长空间已经很小了。于是它实施产业延伸和拓展，将产品从普通干货集装箱发展到冷藏集装箱、特种集装箱和集装箱木地板，公司也是世界上最大的集装箱木地板生产企业，还实施集装箱维修、翻新、租赁、仓储、堆存等后续服务。

2002 年，它又将业务拓展到运送集装箱的半挂车制造，成为国内产销量第一的半挂车企业，之后又延伸至混凝土搅拌车、自卸车、特种车和重型卡车。

在制造灌式集装箱的基础上，它开始进入储存罐的制造，包括天然气储存罐、化工储存罐、流质食品储存罐；因为天然气储存罐的制造，它又进入从海外购买天然气在国内港口储存销售的 LNG 大型在岸项目总承包业务。

主业的延伸和拓展，保证了中集集团不断有新的业务增长点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保障了公司的收益。自 2008 年 10 月以后，全球金融危机严重影响了全球集装箱需求，全球干货集装箱生产经营陷入停顿，中集集团 2009 年上半年集装箱业务收入下降了 87%，亏损了 3.5 亿元。其他拓展的主业虽然也受金融危机影响，但已经挑起了大梁，车辆制造业务营业收入已占到公司总收入的 47%，超过集装箱业务收入近一倍；储存罐及相关业务也占到总收入的 17%。正是这些新拓展的主业不但弥补了集装箱业务 3.5 亿元的亏损，还保证了中集集团上半年 8.25 亿元的净利润，实现每股收益 0.31 元。对股价的影响是 2009 年初至 8 月 4 日最高点的涨幅为 130%，略高于同期深圳综指的 115%。试想，如果不是那些新进入的主业挑起大梁，单靠集装箱业务发生亏损的中集集团的股价将是另一番样子了。2009 年 12 月 15 日，中集集团股价为 13 元。

类似的还有如中信国安，它原来主营有线电视网络、收取网络服务费，属于收入稳定但增长缓慢型的企业；后来进入盐湖资源开发利用，公司基本面发生质变，以钾肥和碳酸锂为主的盐湖资源开发产品销售收入已大大超过原来的主业，达到了 54%，利润总额超过原主业的一倍以上，成为中信国安新的利润增长点，也是公司屡屡被券商关注的焦点所在。

三、主业的逐步转型

有些上市公司主动适应市场环境的变化，寻求主业的逐步转向，最典型的就是陆家嘴（600663）。该公司原来主要依靠上海陆家嘴地区的土地批租收入，随着土地资源的逐渐消耗，其转型迫在眉睫，于是该公司早在 2004 年就正式确立了从土地批租向土地批租和建设并持有物业收取租金并重的转向，而且较为成功。

主业的拓展、延伸和转型需要对年报跟踪阅读，单读某一年的年报显然是不够的。年报中关于主业的拓展、延伸、转型的说明主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要看“董事会报告”。以陆家嘴为例，该公司 2004 年决定经营转型，将主业从土地批租转向至土地批租和项目开发建设（就是盖楼、出租）并重，之后每年年报中的“董事会报告”都会专门讲述。

2005 年年报：“2005 年是公司实质性启动主营业务转型的一年。”

2006 年年报：“2006 年是公司全面推进主营业务从单纯土地开发向土地开发与项目建设并重的战略转型的关键之年，公司在董事会的领导下，以产品开发为抓手，高度重视产品的策划、建设、营销等各个环节，全力以赴加快转型业务的推进。”

2007 年年报：“2007 年是公司继续全面推进主营业务从单纯土地开发向土地开发与项目建设并重的战略转型的关键之年。公司紧紧抓住上海国际金融中心建设的机遇，妥善处理公司发展战略调整、核心竞争力提高和妥善处理区域发展的三者关系，致力于陆家嘴‘金融城’建设，立足于金融生态环境改善。为此，公司继续加大主营功能性产品开发建设的力度和速度，并使得主营业务的转型初见成效。年底，渣打银行大厦已经如期竣工，这是公司主营业务转型以来，开发建设的第一个适用。”

2008 年年报：“2008 年，公司结合自身主营业务发展的实际进程和未来持续稳健发展的需要，坚持加快推进主营业务转型战略不动摇。公司上下围绕董事会确定的各项年度工作目标，通过扎实有效的工作，推动公司各项业务的发展。公司租赁收入继续保持快速增长趋势，全年公司及下属企业各类房产的租赁收入达到 2.55 亿元，与 2007 年相比，增长了 68%。”

2008 年年报中，还特地增加了“董事长致辞”，专门讲了主业转型：“回首五年转型之路，虽然一路走来并非容易，但我们已经收获了第一缕曙光。截至 2008 年 12 月 31 日，陆家嘴（含控股子公司）已拥有各类竣工及在建的商业地产面积约 68.14 万平方米；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年全年，陆家嘴实现房产租赁收入2.55亿元；在公司全年8.86亿元利润中，房产租赁业务的利润贡献率达到了10.4%。房产租赁收入和房产租赁对利润的贡献率分别比转型战略实施第一年（2004年）增加了275%和443%，标志了陆家嘴主营业务战略转型的第一个五年计划得以成功实现。”

随着持有物业的增加，物业租赁收入还将继续上升，公司最终将转型为一家持有黄金地段的高端物业、收取稳定租金的、类似现金牛市的上市公司。不考虑其持有物业巨大的升值潜力，单凭稳定的现金流，公司持久盈利能力将大大提高，展现在投资者面前的陆家嘴将是一个与中国国贸相似但规模要大得多的新公司。而不是有一单没一单的土地批租，而且最主要的是陆家嘴有限的土地资源最终有批租用完的时间，那时公司靠什么来获得收益？总不能到时像ST类公司一样来一次脱胎换骨式的重组吧。

第三节　盈利模式与投资策略

所谓盈利模式，简单地说就是公司如何挣钱的、如何获取利润的。比如，餐饮业上市公司可能有几种盈利模式：

第一，公司自己经营餐饮，通过提高菜品质量增加营业收入。

第二，整体出租承包给经营团队，收取稳定的承包收入。

第三，吸收特许加盟店，靠收取加盟费和提供原材料获取收入。

第四，自己不经营餐饮，全部依靠投资参股其他餐饮企业而获得投资收益。

不同的盈利模式未来的收益增长是有区别的，由此导致股价变化的区别，投资者一定要引起重视。继续上例的说明：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一是公司自己经营餐饮，收入增长很难确定，除了菜品本身的口味、价格、餐馆的地域位置、成本控制等自身因素影响外，还受市场大环境的影响，如整个社会经济不景气程度会影响就餐人数和高价菜品的销售，非典（SARS）就对人们出门上餐馆就餐打击很大。所以，这种盈利模式的收入具有不确定性，可能高增长，也可能下降，需要投资者好好研究年报和各类信息才能决定是否买卖该类股票。

二是把餐馆整体承包出去收取承包费，收入很稳定，不受餐馆经营和社会经济大环境的影响，但也不可能高速增长。投资该类股票有点儿购买债券的味道。

三是靠收取加盟费和提供原材料获取收入的模式明显优于自己经营和出租承包模式，因为单店的加盟费稳定，随着加盟店的增加，加盟费总量能增加，提供的原材料也会增加，该盈利模式属于保底增长型，更值得投资。

四是靠投资参股其他餐饮企业获得投资收益的盈利模式。如果持有被投资企业股份超过 20%，用权益法确认投资收益，即被投资企业没有分红也按股份比例确认收益，但货币收入最终来自于被投资企业的分红；如果参股比例都低于 20%——只能按实际收到分红确认收益，则理论上有可能出现某一年所有被投资企业都没有分红，则企业该年的投资收入为 0 的情况。所以，国外有些证券交易所不允许此类企业上市，因为企业控制不了自己的营业收入（就是投资收益），风险很大，更别提投资价值了。

从“净利润＝主营业务利润＋投资收益＋营业外收支－所得税费用”的公式来看，企业盈利模式大体上可分为三类：主营业务收入的盈利模式、依赖投资收益的盈利模式和依赖营业外收支的盈利模式。

盈利模式决定企业未来的成长性，关系企业的核心竞争力，不同盈利模式的企业的投资价值区别很大，投资策略也应该有所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区别。

依赖投资收益的盈利模式，最典型的是吉林敖东（000623），属于高度依赖型。投资者先看表 3-3。

表 3-3 截至报告期末公司前三年的主要会计数据及财务指标

（单位：元 币种：人民币）

	2008 年	2007 年	本年比上年增减（%）	2006	
				调整前	调整后
营业收入	927821791.82	845146602.11	9.78	769313660.01	769313660.01
利润总额	908881082.26	2033939638.68	-55.31	425456730.18	522950031.90
归属于上市公司股东的净利润	861607796.19	1992259763.58	-56.75	387923030.01	487203915.33
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	843048289.63	1964526307.83	-57.09	374422365.21	461613036.06
经营活动产生的现金流量净额	235027833.38	384693029.51	-38.91	187992627.86	187992627.86

资料来源：2008 年年报第 3 页。

投资者会发现一个奇怪的现象，2007 年的利润总额居然是营业收入的 2 倍多，因为“利润总额=营业收入-营业成本+投资收益±营业外收入（支出）”，而且“营业外收入（支出）”金额很小（见下表），唯一合理的解释就是投资收益巨大，见图 3-4。

营业外收入		395477.88
营业外支出		1286262.85

图 3-4 营业外收入与支出

资料来源：2007 年年报“财务会计报告”中的“利润表”。

年报中的“董事会报告”的“报告期内经营情况回顾”中的信息告诉投资者吉林敖东的真实的盈利模式，见表 3-4 和表 3-5。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-4　主营业务分行业、产品情况

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	营业利润率比上年增减（%）
主营业务分行业情况						
医药	86930.13	30852.00	64.51	12.45	11.94	0.16
公路通行费及公路工程收入	5852.05	3436.91	41.27	−18.85	−11.40	−4.94
合　计	92782.18	34288.91	63.04	9.78	9.06	0.24
主营业务分产品情况						
中成药	86622.95	30639.32	64.63	12.36	11.85	0.16
药用包材	307.18	212.68	30.76	46.04	26.24	10.86
公路通行费及公路工程收入	5852.05	3436.91	41.27	−18.85	−11.40	−4.94
合　计	92782.18	34288.91	63.04	9.78	9.06	0.24

资料来源：2008 年年报第 16 页。

表 3-5　报告期内，单个参股公司投资收益对公司净利润达到 10%以上的情况

参股公司名称		广发证券股份有限公司		
本期贡献的投资收益（元）		812572599.47	占上市公司净利润的利重（%）	94.31
参股公司	经营范围	证券的代理买卖；代理还本付息和分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；证券的自营买卖；证券的承销和上市推荐；证券投资咨询和财务顾问业务；资产管理；发起设立证券投资基金和基金管理公司		

资料来源：2008 年年报第 19 页。

参股公司经营情况如图 3-5 所示。

（12）广发证券股份有限公司：该公司注册股本为 20 亿元，我公司共参股 515608821 股，占该公司总股本的 25.78%。该公司主要经营范围为：证券的代理买卖；代理还本付息和分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；证券的自营买卖；证券的承销和上市推荐；证券投资咨询和财务顾问业务；资产管理；发起设立证券投资基金和基金管理公司。

图 3-5　参股公司经营情况

资料来源：2008 年年报第 21 页。

虽然吉林敖东的主业中成药生产，经营毛利率较高，达到 64%，但在公司利润总额中占比非常低，相比于庞大的投资收益几乎可以忽略，公司的盈利模式确确实实是依赖投资收益，依赖来自广发证券的投资收益。2008 年吉林敖东 94%的净利润来自广发证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券的投资收益，2007 年证券大牛市来自广发证券的投资收益占比更高。

投资者需要注意：按照公认的会计准则，持有被投资企业 20%以上股权的应采用权益法核算投资收益，即只要被投资企业产生利润，则企业就应该按照所占股权比例确认投资收益，而不必在乎被投资企业是否分红。吉林敖东因为持有广发证券 25.78%的股份，按权益法计量、确认投资收益，假设广发证券某年净利润 80 亿元，则吉林敖东的投资收益为 80 亿元 × 25.78% = 20.624 亿元，即利润总额增加 20.624 亿元。

吉林敖东的总股本 5.73 亿股，同时拥有 5.15 亿股广发证券股份，也就是说持有一股吉林敖东的股权，实际上还隐含拥有 0.9 股广发证券的股权（5.15/5.73=0.9），所以不难理解每逢证券股大涨，吉林敖东必定也跟着大涨。

所以，研究这类业绩主要依赖投资收益的上市公司，只需关心被投资企业或行业的情况就可以，而对于上市公司的主业反而可以不必多加关注。扣除投资收益，吉林敖东只是一个业绩很一般的上市公司，有了广发证券的投资收益，就成了绩优公司。

类似吉林敖东的还有辽宁成大（600739）、中山公用（000685）都是持有大量广发证券股份的上市公司，统称为“广发三宝”。

依赖营业外收支的盈利模式，最常见的就是 ST 类股票。许多 ST 类的股票为了避免被摘牌，要么通过地方政府的补贴、要么变卖资产或债务重组实现扭亏，都是一锤子买卖，没有任何可持续性。“天上掉下馅饼”今年可以有，以后就不一定还能有，所以对这种不可持续性盈利模式的上市公司尽量要有一份清醒的认识，除非有新的控股股东进入进行实质性重组。

绝大多数上市公司的盈利模式属于依赖主营业务收入，它相对简单，就是来自主业收入（营业收入）和少量的投资收益。投资者只需关注其所在的行业发展情况及其主营业务经营情况，就能对其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有个基本了解，作出恰当的投资判断。

依赖主营业务收入的盈利模式也可以细分为多种模式，同一行业的企业其盈利模式也有区别，相应的投资价值也有区别。例如，同属于房地产行业的万科（000002）、中国国贸（600007）就有很大的区别，万科是快速开发民宅的房地产企业，其盈利模式就是“拿地、盖楼、卖楼”；而中国国贸的盈利模式就是“盖楼、持有、出租”。所以，当居民住宅价格火爆的时候，万科股票会大涨；而中国国贸的租金收入与居民楼价格涨价无关，所以其股票未必会涨。从 2009 年元旦开始到 2009 年 7 月 23 日（房地产指数收盘价全年最高点），房地产指数涨了 156%，上证指数涨了 83%，万科涨了 123%，而中国国贸只涨了 73%。

比较独特的还有北大荒（600598）。“北大荒”是国内最大的粮食生产企业，2007 年粮食价格大涨，本该大涨的该股票却涨幅甚微，明显落后于上证指数；到了 2007 年下半年，股市开始出现回调迹象，该股却走势独立，逆大盘而动，一直上涨至 2008 年 5 月，为什么？原因就在该公司独特的盈利模式。

表 3–6 是北大荒 2008 年年报中关于主业收入的情况：

表 3–6　主营业务分行业、产品情况

（单位：元　币种：人民币）

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	营业利润率比上年增减（%）
分行业						
农业	2284066501.60	1653511115.67	38.13	10.23	10.24	10.52
米业	2126504682.33	2065998001.04	2.93	–4.92	–4.40	2.85
化肥	528102649.36	509551254.20	3.64	21.07	18.21	3.51
麦芽	470553084.43	544889828.85	–13.94	–26.38	–7.86	–15.80

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	营业利润率比上年增减（%）
分产品						
土地承包收入	1292959902.27	0	100.00	6.7	0	0
农产品销售	2883590405.77	2593790601.74	10.05	5.66	5.38	2.4

资料来源：2008 年年报第 20 页。

从表 3-6 的内容可以发现：北大荒具有独特的盈利模式，其主要的营业利润（营业收入-营业成本）来源是土地承包收入，明显区别于投资者以往形成的关于农场类企业的“种粮、卖粮、粮食深加工产品销售”模式——北大荒约 80%的营业利润来自土地承包收入，大米销售产生的利润很少，化肥麦芽等业务对公司利润的贡献几乎可以忽略。

北大荒通过与其控股股东签订土地承包协议获得了 60 多万亩土地的使用权，然后再转租给农户获取承包收入，在其业务收入结构中，主要的来自于土地承包收入。土地承包收入具有垄断性，是相当不错的业务收入模式，但也有个问题——就是承包收入增长空间极其有限，就算农民种粮积极性很高、粮食价格逐年上涨，承包费也难以大幅度提高。否则，一方面与中央支持农业、提高农民收入的大方针相背离；另一方面，也是最主要的，北大荒原来是国营农场，是大批军队转业人员和插队知识青年艰苦创业建设的，现在土地的主要承包者也是这些当年的建设者及其后代，无论从感情上还是从承包家庭的实际承受能力，都不存在大幅度提高承包费的可能性。因此，土地承包收入是相对稳定的（表 3-6 中的“营业利润比上年增减”为 0），并不会因为粮食涨价而提高承包费，粮食涨跌对收益变化影响非常有限，该股具有业绩稳定、较强的抗宏观经济周期能力，用证券研究的行话来说，就是具有深度防御性的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值股。所以，2007 年下半年，预见到经济即将进入“拐点”的主流基金大肆买入，主流研究机构大力推荐，成就了半年多的逆势上扬行情（见图 3-6）。但在经济上行周期的牛市行情，该股往往是主流基金的弃儿，几乎没有基金入驻。



图 3-6 北大荒

要了解上市公司的主营业务，分享股价板块联动效应。
主营业务的改变，投资的机会也会改变。
不同的盈利模式，决定了不同的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　从股东变动情况挖掘投资机会



第一节　股东人数大量减少，股价上涨

上市公司年报中的第四部分“股本变动及股东情况”能为投资者提供的期末最后一天股东总人数、前 10 大无限售条件股股东名单及持股数量、前 10 大限售股股东及限售条件，对投资者选股大有帮助（注：无限售条件股就是流通股）。

实践证明：上市公司股东人数的变化与其股价走势存在着很强的相关性，股东人数越少、人均持股数量越大，表明筹码越集中，股价走势往往具有较强的独立性，比较强悍，常常逆大势而动。股东人数越多，表明筹码越分散，股价走势往往较疲软，不具有独立的行情，常常跟随大盘随波逐流，大盘涨也跟着涨，大盘跌也跟着跌。

股东人数的大幅度减少往往因为有主流投资机构（如基金、社保等）大量买入、前 10 大无限售条件股的股东持股数量和持股比例上升所致。如果前 10 大无限售条件股股东中有多家公募基金、社保基金、以信托方式出现的私募基金、证券公司集合理财产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等，表明市场主流资金对该股感兴趣，市场主流资金买入的过程往往就是该股启动的过程，而且还有进一步上涨的机会。

股东人数的减少是通过与上一次定期报告中的股东数据对比得出的结果，因此投资者不但要从年报中获取股东人数和前 10 大股东持股情况，还要查阅季报、半年报，经过比较而产生的数据才有价值。

下面以华域汽车（600741）为例进行介绍。为了便于投资者阅读，先将华域汽车 2008 年第三季度季报、2008 年年报、2009 年第一季度季报、2009 年半年报、2009 年第三季度季报中的股东人数和前 10 大无限售条件股股东情况摘录如表 4-1 至表 4-6。

表 4-1　2008 年第三季度报告期末股东总人数及前 10 名无限售条件股股东持股情况

（单位：股）

报告期末股东总数（户）		204151
前 10 名无限售条件流通股股东持股情况		
股东名称（全称）	期末持有无限售条件流通股的数量	股份种类
上海交通投资（集团）有限公司	72363107	人民币普通股
上海城投资产经营有限公司	62184000	人民币普通股
大众交通（集团）股份有限公司	46996846	人民币普通股
上海安联投资发展有限公司	34323299	人民币普通股
申能（集团）有限公司	31331231	人民币普通股
上海交运（集团）有限公司	20799061	人民币普通股
上海商投创业投资有限公司	19572679	人民币普通股
上海强生集团有限公司	17160000	人民币普通股
上海公路房地产联合开发经营公司	10106849	人民币普通股
中国银行—嘉实沪深 300 指数证券投资基金	8569318	人民币普通股

资料来源：2008 年第三季度季报第 3 页。

表 4-2　2008 年年报

报告期末股东总数		201652 户
前 10 名无限售条件股东持股情况		
股东名称	持有无限售条件股份的数量	股份种类
上海交通投资（集团）有限公司	72363107	人民币普通股
上海城投资产经营有限公司	62184000	人民币普通股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

报告期末股东总数		201652 户
前 10 名无限售条件股东持股情况		
股东名称	持有无限售条件股份的数量	股份种类
大众交通（集团）股份有限公司	46996846	人民币普通股
上海安联投资发展有限公司	34323299	人民币普通股
申能（集团）有限公司	31331231	人民币普通股
上海交运（集团）公司	24970139	人民币普通股
上海商投创业投资有限公司	19572679	人民币普通股
上海强生集团有限公司	17160000	人民币普通股
上海公路房地产联合开发经营公司	10106849	人民币普通股
中国银行—嘉实沪深 300 指数证券投资基金	7512018	人民币普通股
上述股东关联关系或一致行动的说明	公司第二大股东上海交通投资（集团）有限公司为公司控股股东上海久事公司全资子公司 上海久事公司为上海强生（集团）有限公司的控股股东	

资料来源：2008 年年报第 6 页。

表 4-3　2009 年第一季度报告期末股东总人数及前 10 名无限售条件股东持股情况

（单位：股）

报告期末股东总数（户）		168546
前 10 名无限售条件流通股股东持股情况		
股东名称（全称）	期末持有无限售条件流通股的数量	股份种类
上海汽车工业（集团）总公司	410479303	人民币普通股
大众交通（集团）股份有限公司	46996846	人民币普通股
上海城投资产经营有限公司	36467416	人民币普通股
申能（集团）有限公司	31331231	人民币普通股
中国建设银行—银华富裕主题股票型证券投资基金	19782732	人民币普通股
上海强生集团有限公司	17160000	人民币普通股
中国建设银行—银华核心价值优选股票型证券投资基金	12038023	人民币普通股
中国工商银行—广发策略优选混合型证券投资基金	11999850	人民币普通股
同德证券投资基金	11499760	人民币普通股
中国建设银行—信达澳银领先增长股票型证券投资基金	11435630	人民币普通股

资料来源：2009 年第一季度季报第 2~3 页，注：2009 年年初，上海久事公司持有的 3.38 亿股在 3 月 31 日解禁，连同上海交通投资（集团）公司持有的 0.72 亿股全部划拨给上海汽车工业（集团）公司，后者合计持有 4.1 亿股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-4　2009 年半年报

报告期末股东总数（户）		168218 户
前 10 名无限售条件股东持股情况		
股东名称	持有无限售条件股份数量	股份种类
上海汽车工业（集团）总公司	441810534	人民币普通股
大众交通（集团）股份有限公司	45996846	人民币普通股
中国建设银行—银华富裕主题股票型证券投资基金	19782732	人民币普通股
同德证券投资基金	17797974	人民币普通股
中国建设银行—博时主题行业股票证券投资基金	16533547	人民币普通股
中国建设银行—银华核心价值优选股票型证券投资基金	13737969	人民币普通股
交通银行—长城久富核心成长股票型证券投资基金（LOF）	13577962	人民币普通股
中国银行—大成财富管理 2020 生命周期证券投资基金	12068984	人民币普通股
中国工商银行—广发策略优选混合型证券投资基金	10351677	人民币普通股
中国工商银行—国投瑞银核心企业股票型证券投资基金	10263137	人民币普通股

资料来源：2009 年半年报第 7 页，注：申能（集团）有限公司持有的股份划拨给上海汽车工业（集团）公司。

表 4-5　2009 年第三季度报告期末股东总人数及前 10 名无限售条件股东持股情况

（单位：股）

报告期末股东总数（户）	153403	
前 10 名无限售条件流通股股东持股情况		
股东名称（全称）	期末持有无限售条件流通股的数量	股份种类
上海汽车工业（集团）总公司	441810534	人民币普通股
中国建设银行—博时主题行业股票证券投资基金	42926656	人民币普通股
大众交通（集团）股份有限公司	34839577	人民币普通股
中国建设银行股份有限公司—长盛同庆可分离交易股票型证券投资基金	22999905	人民币普通股
全国社保基金—零三组合	18455288	人民币普通股
同德证券投资基金	17555854	人民币普通股
中国建设银行—银华富裕主题股票型证券投资基金	16002732	人民币普通股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

报告期末股东总数（户）	153403	
前 10 名无限售条件流通股股东持股情况		
股东名称（全称）	期末持有无限售条件流通股的数量	股份种类
中国建设银行—银华核心价值优选股票型证券投资基金	15037937	人民币普通股
交通银行—博时新兴成长股票型证券投资基金	13999987	人民币普通股
交通银行—长城久富核心成长股票型证券投资基金（LOF）	13822400	人民币普通股

资料来源：2009 年第三季度季报第 3 页。

将上面几张表格中的相关数据汇总成表 4-6。

表 4-6 汇总

	2008 年三季报	2008 年年报	2009 年一季报	2009 年半年报	2009 年三季报	12 月 28 日
报表截止日期	9 月 30 日	12 月 31 日	3 月 30 日	6 月 30 日	9 月 30 日	
股东人数	204151	201652	168546	168218	153403	
人均持股数	5556.9	5625.8	8736.9	8753.9	9599.3	
前 10 大无限售条件股股东持股比例（%）	21.96	21.89	41.37	40.88	43.29	
前 10 大无限售条件股东中的基金、社保持股数（万股）	857	751	6675	11410	16080	
当日股价（元）	4.44	3.20	6.82	8.10	8.23	11.87
当日上证指数	2293.78	1820.81	2358.04	2959.36	2779.43	3188.78

注：截止到 2009 年 9 月 30 日，华域汽车的无限售条件股有 14.7256 亿股。

2008 年年末与第三季度末相比，华域汽车的股东人数和人均持股数量几乎没有变化，基金持股数略微减少，华域汽车股价下跌了 28%，而同期上证指数只跌了 20%，华域汽车股价的跌幅比上证指数还要大 40%；说明该股票的股性很差，得不到主流投资者的认同。

2009 年第一季度，基金大量买入，基金持股数量比 2008 年年末增加了 7.89 倍，前 10 大无限售条件股的股东持股比例增长了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

89%、达到了41.37%；导致股东人数大量减少，比2008年年底减少了16%，人均持股数量增加55%。与此相对应，股价从2008年年底的3.20元暴涨到2009年第一季度末的6.82元，大涨了1倍多；同期的上证指数只上涨了28.65%，华域汽车股价涨幅相当于上证指数的3.95倍。

如果不是"小非"的大量减持，华域汽车股价的涨幅可能更大。2009年第一季度，有4个"小非"大量减持，其中上海城投资产经营公司持股数量由2008年年末的6218万股下降到3647万股，卖出2571万股，由2008年年末的第二大流通股股东退居为第三大股东；另外3个"小非"则卖得更狠，居然退出了前10大股东行列：持有1957万股的上海商投创业投资公司、持有2497万股的上海交运（集团）、持有3432万股的上海安联投资发展有限公司，按第一季度末第10大股东持股1143万股推算，这三个"小非"至少减持了4457万股。

一季度之后，华域汽车的股东人数继续减少，人均持股数量继续增加。截至2009年第三季度末，与2008年年末相比其股东人数减少了24%，人均持股数增加了70%，前10大无限售条件股的股东持股比例增加了98%，合计持有6.37亿股，占全部流通股总数的43.29%。与此相对应，其股价也上涨到8.23元，比2008年年末涨了157%，而同期上证指数只涨了不到52%，股价涨幅为上证指数涨幅的3倍。

而且，2009年三季度之后，华域汽车的股价还在上涨，2009年12月28日的收盘价为11.87元，比2008年年末涨了2.7倍，同期上证指数涨了75%，股价涨幅是同期上证指数的3.6倍。图4–1最左边就是2008年8月15日（公司公告重组）的股价及其交易量。

华域汽车股价大幅上涨背后的基本原因是公司彻底重组，引入强大的上海汽车工业（集团）总公司做第一大股东，主营业务由原来的公交运输转变为生产销售汽车零配件，资产质量及经营业绩都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

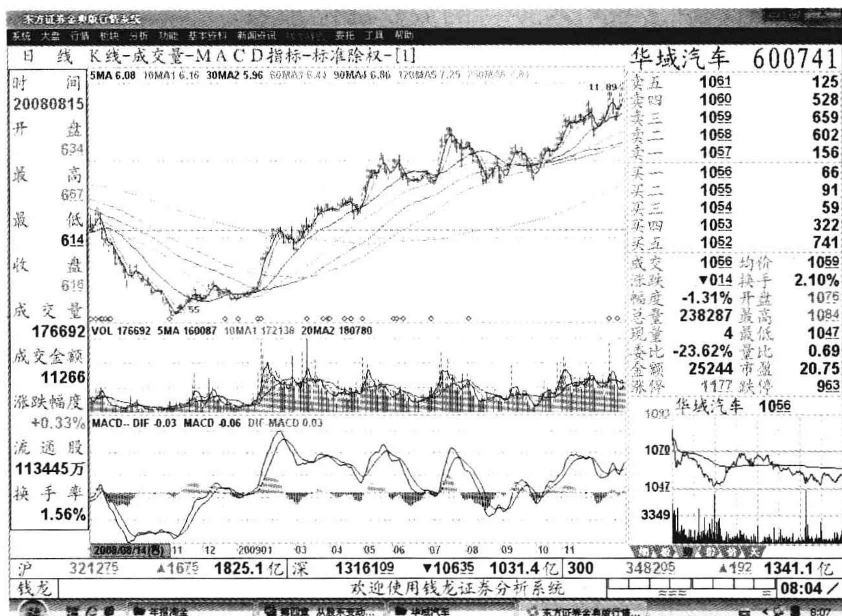


图 4-1 华域汽车

大幅度改善，由 2008 年的亏损股转变为绩优股，2009 年前三季度每股收益就达到 0.47 元，公司名称也从原来的“上海巴士股份有限公司”更名为“华域汽车股份有限公司”。

公司进行重组的确切信息是在 2008 年 8 月 15 日正式公告的，上海市政府主导、股东获益，股东大会肯定通过，无非是证监会的最后审批——考虑到公司重组的真实性以及上海市负责金融的副市长原来就是证监会副主席的特别因素，审批通过只是时间问题，但是该股走势与以往的重组股大相径庭，没有走出独立的上涨行情，而是紧随上证指数波动，大盘指数一直下跌到 2008 年 11 月初，华域汽车也下跌到 11 月初，然后随大盘同步反弹。

到了 2008 年 12 月 29 日，华域汽车公告“证监会将审核公司重大重组申请”，然后停牌至 2009 年 1 月 5 日正式公告“重组获证监会批准”，但其股价仍没有反应，当天收盘价只比停牌前最后一天（2008 年 12 月 29 日）涨了 4%，而同期上证指数涨了 3.3%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根本没有出现许多投资者期待的放量涨停现象。

从公告“重组获得证监会批准”的 2009 年 1 月 5 日到 1 月 20 日，股价只是由 3.30 元涨到 3.71 元，只涨了区区 0.41 元。到了 2009 年 1 月 21 日，盘面出现变化：虽然它以 3.63 元低开，但是基金开始大量买入，当天放量涨停，第二天开盘就被封住在涨停板上，第三天继续涨停，之后展现了明显强于大盘的上升趋势。虽然第二季度持有 1716 万股的上海强生集团公司、持有 3646 万股的上海城投资产经营公司、持有 1716 万股的信达澳银基金因为减持退出了前 10 大股东行业；第三季度持股 1115 万股的大众交通（集团）公司、持有 1206 万股的大成财富基金因为减持退出 10 大股东行列，但都被新进入的基金接盘买走，股价虽然有多次调整，但总体向上的趋势没有改变。进入三季度后，华域汽车的股价继续上涨，到了 2009 年 12 月 28 日，股价涨到了 11.87 元。

从上面的分析来看，脱胎换骨式重组并不能导致股价立竿见影式的上涨（本书第五章还要介绍爱建股份（600643）脱胎换骨式的重组，拟注入上海国际集团的房地产资源，正值市场主流资金看空房地产，股价不涨反而下跌，股价走势弱于大盘），只有等到基金等市场主流资金认同并大规模介入，出现股东人数大量减少、人均持股数量快速上升的情况，股价才会快速、持续、大幅度的上涨。

当然，华域汽车还有特殊情况：存在有强烈减持愿望的数亿股“小非”，不知基金等主流资金介入较晚是否与此担心有关？

为了加深投资者的理解，再以合肥三洋（600983）为例进一步说明。表 4–7 中的数据全部来自于合肥三洋的年报、半年报、季报。

从表 4–7 中可以发现，合肥三洋自 2008 年 9 月底至 2009 年 9 月底，一年期间，前 10 大股东持股比例由 28%上升至 46%，增加了 64%；股东人数逐步减少，减少了 44%；人均持股数量逐步增加，增加了 77%；与此相对应的股价，合肥三洋的股价上涨了 119%，而同期上证指数只上涨了 21%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-7 合肥三洋

	2008 年三季报	2008 年年报	2009 年一季报	2009 年半年报	2009 年三季报
报表截止日期	9 月 30 日	12 月 31 日	3 月 31 日	6 月 30 日	9 月 30 日
股东人数	21232	16602	14949	15924	11973
人均持股数	5790	7405	8223	7720	10267
前 10 大股东持股比例（%）	28	40	38	40	46
当日股价（元）	7.04	8.09	12.09	13.68	15.43
当日上证指数	2293.78	1820.81	2358.04	2959.36	2779.43

2009 年三季度后，股价继续上扬，到了 2009 年 11 月 16 日，合肥三洋创下了全年股价的新高 26.10 元，比 2008 年 9 月底时上涨了 2.7 倍，大大超过同期上证指数的涨幅——2008 年 9 月底至 2009 年 11 月 16 日涨幅为 43%，见图 4-2。

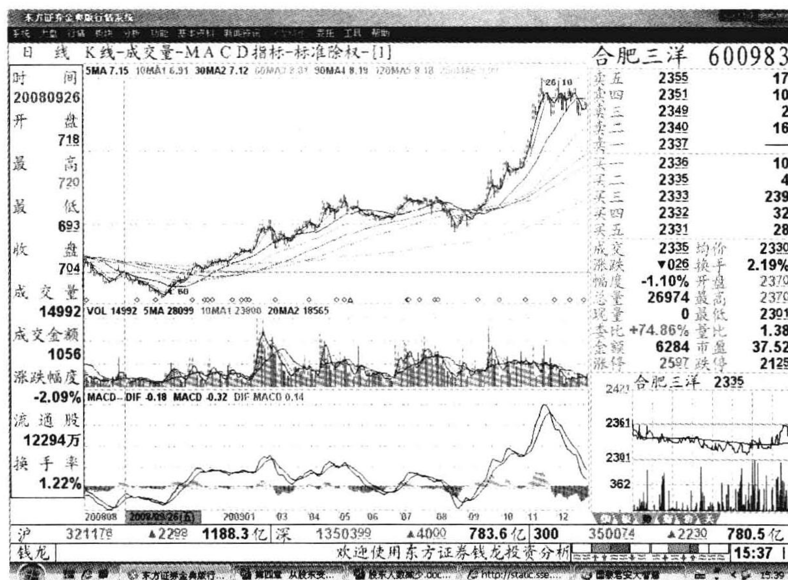


图 4-2 合肥三洋

再比如，海信电器（60060），2009 年 7 月 21 日公布半年报，显示股东总人数为 61059，人均持股数量 8087 股，前 10 大股东中 8 个为基金，基金合计持股数量占总股本的 7.07%，当天股价为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13.67 元。

到了 2009 年 10 月 27 日，第三季度季报公布：股东人数减少至 39687，人均持股数增加至 12387 股，前 10 大股东中的 8 个基金持股数量为总股本的 13.03%，当天股票收盘价为 16.80 元。如果投资者当天果断介入，到 2009 年 12 月底，股价已经超过 26 元，可获利 54%左右，而同期上证指数只上涨了不到 8%。见图 4–3，竖线处就是三季报公布日的股价。

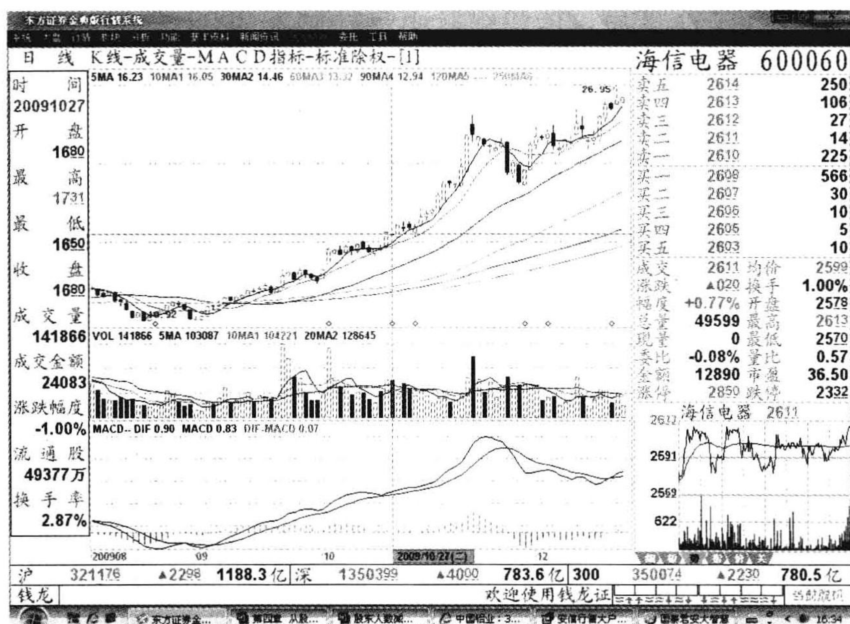


图 4–3 海信电器

表 4–8 是从中国船舶（600150）年报、季报、半年报中摘录的股东信息以及相对应的股票价格。

表 4–8 中国船舶

	2005 年年末	2006 年首季	2006 年半年报	2006 年三季	2006 年年末	2007 年首季	2007 年半年报	2007 年三季	2007 年年末	2008 年首季
股东数	16372	15445	10458	7700	5961	4693	5459	7659	12633	35916
人均持股	6208	6581	9719	13200	17051	21658	18629	17597	10669	3753
股价（元）	8.35	10.36	22.07	23.79	31.80	81.95	138.24	273.99	249.74	121.57

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者自己可以对比琢磨一下，即使不了解中国船舶当时大规模资产重组的情况，但从其股东数量由多到少然后再大增、人均持股数量由少到多然后再大幅度下降的显著变化——相对应的股价由低到高然后又大幅度下跌的变化，也能得出“股东人数大幅度减少、人均持股数量大幅度上升，股价往往大幅度上涨；股东人数再次大量增加、人均持股数量大幅度减少、股价也大幅度下跌”的变化轨迹。

第二节 股东人数变动的时间滞后性

细心的投资者还会问到一个技术性的问题——因为年报、半年报、季报公布时间的滞后性导致的问题：投资者从上市公司定期报告上看到的股东人数和计算出来的人均持股数以及前 10 大股东持股比例都不是即时数据，而是前些日子的数据。

以年报为例，上市公司编制年报、然后由会计师事务所进行审计，直至出具审计报告，最短一周多时间。所以，正常情况下，公司年报最早在 1 月中旬公布，最晚在 4 月 30 日公布。也就是说，年报披露的股东信息有可能是 10 天前的数据，也有可能是 120 天前的股东信息。120 天，即便是基金这样的机构投资者也可以完成一个买卖循环，就是说有可能出现这样的情况：投资者看了某公司年报，发现股东人数大量减少、人均持股数大幅度上升，虽然股价已经上涨了许多，认为还有上涨空间，就大量买入，而主流资金在 12 月 31 日到年报公布日之间的这段时间内已经悄悄卖掉或正在卖出，等待投资者的就是举杠铃——高位被套。

虽然从理论上讲这种情况有可能发生，但还是可以避免的。

第一，通过阅读年报对公司的基本面有所了解，结合证券行情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析系统中的 F10 信息及券商的研究报告对股价做个估值，最简单就是用当年或下一年每股收益乘以该行业同类企业的平均市盈率，看看是否明显高估。

第二，了解前 10 大股东中的基金是否属于同一家基金公司，如果属于不同的基金公司，则说明有多家基金公司认同该股票，即使有其中一部分卖掉，其他的基金公司有可能还会买入。2009 年第二季度，信达澳银领先增长基金退出华域汽车前 10 大股东行列，但大成财富基金、长城久富基金、博时主题行业基金进入前 10 大股东行列；第三季度，大成财富基金退出前 10 大股东行列，但博时新兴成长基金、长盛同庆基金和社保基金 103 组合进入前 10 大股东行列，推动华域汽车股价继续上涨。

第三，根据基金买入的时间，可以估算其持仓成本和盈利水平，如果推算认定基金盈利有限，则可大胆买入。

第四，实践证明：基金大量买入股票之前，一般都经过了认真的研究；买入后除非公司基本面因为意外事件变化或者基金发现更好的投资机会，一般不会轻易在很短的时间内卖掉，多家基金同时莫名其妙的在短时间内同时抛售同一个股票的可能性微乎其微。

第五，技术分析可以看出基金出逃的蛛丝马迹，比如用 OBV（能量潮）指标结合成交量分析，就能得出上海家化（600315）在 2009 年国庆后一段时间内有主流资金卖出的推断，见图 4-4。

上海家化 2009 年第三季度季报显示，前 10 大股东中除了控股股东上海家化集团以外，其他 9 大股东合计持有 23.73%的股份，其中 8 家是基金。

从盘面可以发现：其 2009 年 9 月 30 日收盘价为 27.45 元，自其 2009 年 9 月 30 日后的第二个交易日起，上海家化的 OBV 陡然下行，成交量明显放大，股价走势独立于大盘（大盘当时在上涨），可以推断有大机构在抛盘，等 2009 年年报出来就可以发现可能有机构退出前 10 大股东行列。好在 OBV 后来很快修复，推断有新的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 4–4 上海家化

机构在接盘买入。

另一个例子，国元证券（000728），原来以 19.80 元增发的 5 亿股在 2009 年 11 月 13 日解禁，可以上市流通了，当天的 OBV 几乎垂直向下，明显反映有机构大量抛售，见图 4–5。

竖线处就是 2009 年 11 月 13 日的成交情况，股价暴跌 8.58%，当天成交金额达到创纪录的 50.8 亿元，约 2.5 亿股被抛售，从第二天公布的交易情况来看，卖出前 5 名的交易席位中就有 4 个是机构专用席位，说明机构在抛盘。

最后一个问题，投资者要注意，少数上市公司除了发行 A 股外，还发行 B 股或 H 股。最典型的晨鸣纸业（000488）既有 A 股、B 股，还有 H 股，在计算人均持股数的时候要按股票类别予以区分，以免混淆得出错误的结论。

2008 年年末，晨鸣纸业总共有无限售条件股份 17.58 亿股，其中 A 股 8.093 亿股，B 股 5.575 亿股，H 股 3.912 亿股（见表 4–9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

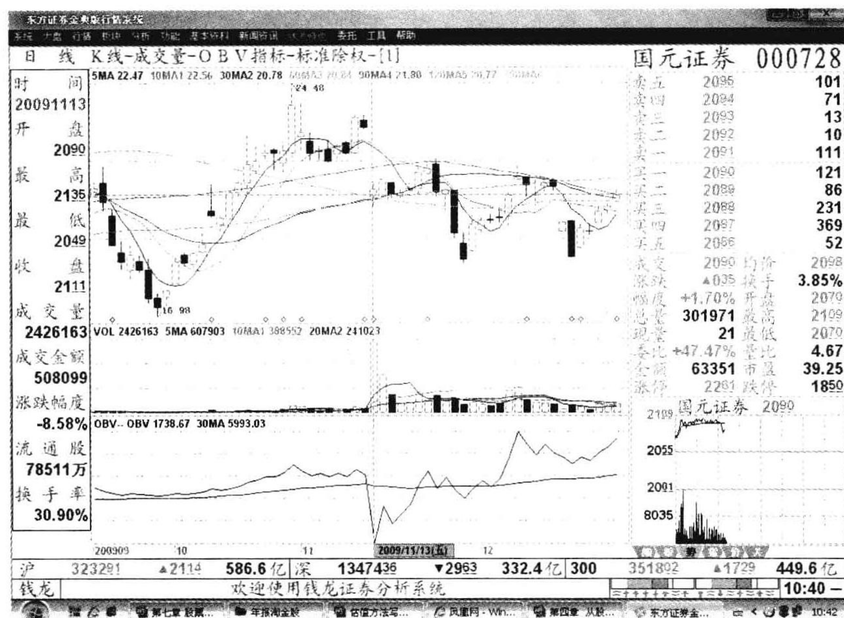


图 4-5 国元证券

和表 4-10），依据下表中的不同股份的股东人数，得出：

A 股人均持股数量为：8.093 亿股 ÷ 116525 = 6945 股

B 股人均持股数量为：5.575 亿股 ÷ 36629 = 15220 股

H 股人均持股数量为：3.912 亿股 ÷ 826 = 473607 股

A 股的投资者一定要以人均持有 6945 股、股东人数 116525 为依据与第三季度季报对比，观察股东人数和人均持股数的变化，否则会误导自己做出错误的决策，切记！

表 4-9 前 10 名股东、前 10 名无限售条件股东持股情况表

股东总数	股东总数 153980 户，其中，A 股股东 116525 户，B 股股东 36629 户，H 股股东 826 户				
前 10 名股东持股情况					
股东名称	股东性质	持股比例（%）	持股总数	持有有限售条件股份数量	质押或冻结的股份数量
香港中央结算代理人有限公司	境外非国有法人（外资股东）	18.89	389789500	0	未知
寿光晨鸣控股有限公司	国有法人	14.21	293003657	293003657	无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

股东总数	股东总数 153980 户，其中，A 股股东 116525 户，B 股股东 36629 户，H 股股东 826 户				
前 10 名股东持股情况					
股东名称	股东性质	持股比例（%）	持股总数	持有有限售条件股份数量	质押或冻结的股份数量
中国农业银行—中邮核心成长股票型证券投资基金	境内非国有法人	1.67	34499190	0	未知
中国农业银行—中邮核心优选股票型证券投资基金	境内非国有法人	1.62	33494942	0	未知
中国银行—华夏行业精选股票型证券投资基金（LOF）	境内非国有法人	1.27	26107478	0	未知
中国建设银行—鹏华价值优势股票型证券投资基金	境内非国有法人	1.20	24731696	0	未知
中国工商银行—诺安股票证券投资基金	境内非国有法人	1.19	24578106	0	未知
中国建设银行—华夏红利混合型开放式证券投资基金	境内非国有法人	0.99	20415255	0	未知
健康元药业集团股份有限公司	境内非国有法人	0.92	18900000	0	未知
KEYWISE GREATER CHINA CPPORTUNITIES MASTER FUND	境外法人	0.85	17476904	0	未知

表 4-10 前 10 名无限售条件股东持股情况

股东名称	持有无限售条件股份数量	股份种类
香港中央结算代理人有限公司	389783500	H 股
中国农业银行—中邮核心成长股票型证券投资基金	34499190	A 股
中国农业银行—中邮核心优选股票型证券投资基金	33494942	A 股
中国银行—华夏行业精选股票型证券投资基金（LOF）	26107478	A 股
中国建设银行—鹏华价值优势股票证券投资基金	24731696	A 股
中国工商银行—诺安股票证券投资基金	24578406	A 股
中国建设银行—华夏红利混合型开放式证券投资基金	20415255	A 股
健康元药业集团股份有限公司	18900000	A 股
KEYWISE GREATER CHINA OPPORTUNITIES MASTER FUND	17476904	B 股
PLATINUM ASLA FUND	16234459	B 股

资料来源：晨鸣纸业 2008 年年报第 8~9 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节　限售股解禁的影响

一、四类限售股

限售股就是目前还不能在股市中卖出，但再过一段时间就可以上市流通的股份。目前，市场上的限售股主要有以下四类。

1. “大小非”

这是 2005 年启动的股权分置改革的产物，即原来不能流通的国家股、法人股在向流通股股东支付“对价”后获得流通权，但要等一段时间才能上市交易。股权分置改革时，持有股份占公司总股本不少于 5%的非流通股份称为“大非”（规模大的非流通股份的简称），少于 5%的非流通股股份称为“小非”，合称“大小非”。

股权分置改革时，为“大小非”上市流通设定了一个时间表，投资者可以查阅各个上市公司股改时披露的《股权分置改革方案》。年报中也有披露，就是《前十名有限售条件股东持股数量及限售条件》，表 4-11 是浦东金桥（600639）2008 年年报披露的未解禁“大小非”情况：

表 4-11　前 10 名有限售条件股东持股数量及限售条件

（单位：股）

序号	有限售条件股东名称	持有的有限售条件股份数量	有限售条件股份可上市交易情况		限售条件
			可上市交易时间	新增可上市交易股份数量	
1	上海金桥（集团）有限公司	370010037	2009 年 1 月 12 日	0	36 个月

资料来源：浦东金桥 2008 年年报第 6 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也就是说，截至 2008 年 12 月 31 日，浦东金桥只剩下控股股东上海金桥（集团）持有的股份没有解禁，其他的都早已可以卖出了。而上海金桥持有的股份自 2009 年 1 月 12 日起也可以卖出了，考虑到浦东金桥年报是在 2009 年 3 月 20 日披露，实际上在年报披露之时就已经可以上市交易了。

股改时，上市公司控股股东限售时间最长，多数是 3 年，到了 2009 年年底，绝大多数“大小非”应该可以解禁了。

2. 重大资产重组时主要股东承诺限售股份

上市公司实行重大资产重组时，为了保障现有流通股股东的利益，使重组方案顺利通过、获批，主要股东单方面承诺，对自己的股份实施限售。这类股份数量不多，但对涉及的上市公司却影响比较大，因为重组后公司脱胎换骨，股价暴涨，没有控制权的主要股东抛售意愿很强，适当时间的锁定，延长、滞后其上市交易时间，有助于稳定流通股股价。海通证券借壳“都市股份”实现上市时，原海通证券的 13 家主要股东做出了“2010 年 11 月 8 日不上市交易”的承诺。

3. 融资限售股

这类限售股份数量正在大量增加，已经超过“大小非”，成为主要的限售股份。包括新股发行（IPO）和上市公司增发时产生的限售股份，分别如表 4–12 和表 4–13 所示。

表 4–12　新股发行（IPO）产生的限售股

限售股来源	限售时间	限售起始日
IPO 时向机构投资者配售	3 个月	新股上市首日
IPO 时向战略投资者配售	12 个月	新股上市首日
IPO 时除控股股东之外的其他原始股东持股	12 个月	新股上市首日
IPO 时控股股东持股	36 个月	新股上市首日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4–13 增发产生的限售股

限售股来源	限售时间	限售起始日
公开增发时向机构投资者配售	1 个月	老股东认购部分的上市交易日
定向增发时控股股东、战略投资者认购	36 个月	定向增发完成日
定向增发时其他投资者认购	12 个月	定向增发完成日

为了便于投资者理解，有两组概念需要解释：机构投资者和战略投资者，公开增发与定向增发。

机构投资者实际上就是参与 IPO 或定向增发的金融机构，包括基金、证券、保险、信托、财务公司；战略投资者是上市公司或主承销商选定非金融类机构投资者，主要包括与上市公司经营业务有关联的企业（如产业链上下游企业）、私募股权投资机构、其他机构和个人。

公开增发就是上市公司优先向老股东配售，然后由其他投资者申购，另外有些上市公司还专门向机构投资者配售一部分股票。定向增发又称“非公开增发”，就是不公开向普通投资者增发新股，只向不超过 10 个投资者增发新股，如海通证券（600837）于 2007 年 11 月 21 日向太平洋保险、雅戈尔等 8 个投资者定向发行了 7.24 亿股。

限售股的信息在上市公司年报第四部分“股本变动与股东情况”中能找到。海通证券比较典型，股改限售股、重组承诺限售股、增发限售股等都有，表 4–14 就是海通证券的《限售股份变动情况》。

4. 大股东和管理层增持限售股

按照监管部门的规定，大股东和管理层增持的股份也有限售期，为 6 个月。但这类限售股份数量很少。

理论上讲，大股东增持、管理层普遍增持往往是股价见底或看好后市的信号，该类股票可以关注。但如果只从年报中获取这些信息太滞后，最好看上市公司的及时公告，才能有效予以利用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4–14 限售股份变动情况

股东名称	年初限售股数	本年增加限售股数	本年解除限售股数	年末限售股数	限售原因	解除限售日期
光明食品（集团）有限公司	241343291	241343291	0	482686582	履行股权分置改革承诺	2010.11.8
上海上实（集团）有限公司	277784993	277784993	0	555569986	履行公司重大资产重组暨吸收合并方案实施时股东限售承诺	2010.11.8
上海烟草（集团）公司	208210284	208210284	0	416420568		2010.11.8
上海电气（集团）总公司	196237381	196237381	0	392474762		2010.11.8
申能（集团）有限公司	169082071	169082071	0	338164142		2010.11.8
上海久事公司	121455999	121455999	0	242911998		2010.11.8
上海百联集团股份有限公司	107235826	107235826	0	214471652		2010.11.8
文汇新民联合报业集团	104105142	104105142	0	208210284		2010.11.8
上海兰生股份有限公司	101457936	101457936	0	202915872		2010.11.8
上海东方明珠（集团）股份有限公司	79813942	79813942	0	159627884		2010.11.8
申能股份有限公司	46386174	46386174	0	92772348		2010.11.8
东方国际（集团）有限公司	39053228	39053228	0	78106456		2010.11.8
上海中星（集团）有限公司	38812988	38812988	0	77625976		2010.11.8
东方集团实业股份有限公司	208210284	208210284	0	416420568		2010.06.29
鼎和创业投资有限公司	173508570	173508570	0	347017140		2010.06.29
辽宁能源投资（集团）有限责任公司	124926171	124926171	0	249852342		2009.06.29
其他限售流通股股东	1034719011	1034719011	2069438022	—		2008.12.29
太平洋资产管理有限公司	80000000	80000000	160000000	—	履行非公开发行方案实施时配售对象限售承诺	2008.12.21
华泰资产管理有限公司	130000000	130000000	260000000	—		2008.11.21
雅戈尔集团股份有限公司	100000000	100000000	200000000	—		2008.11.21
泰康资产管理有限责任公司	80000000	80000000	160000000	—		2008.11.21
江苏省国信资产管理集团有限公司	100000000	100000000	200000000	—		2008.11.21
中国中信集团公司	78212560	78212560	156425120	—		2008.11.21
上海电力股份有限公司	78212560	78212560	156425120	—		2008.11.21
平安信托投资有限责任公司	78212560	78212560	156425120	—		2008.11.21

资料来源：海通证券 2008 年年报第 16~17 页，期间分红为：每 10 股送 3 股、现金 1 元，公积金转增每 10 股增 7 股，导致股本扩大一倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、限售股解禁对股价的影响

限售股解禁，流通股供给增加，自然对股价产生影响，尤其是巨量的限售股解禁。

2008 年 11 月 21 日是海通证券 7.24 亿股增发限售股解禁的日子，但巨量股份解禁的阴影提前一个月显现，2008 年 10 月 28 日上证指数跌到 1664 点后见底企稳；而海通证券在大盘见底之后的 10 月 29 日开始连续 7 天暴跌，跌幅 39%，到了 2008 年 11 月 21 日解禁日，更是以跌停开盘，且连续四天跌停开盘。自 2008 年 10 月 29 日到 11 月 28 日短短一个月时间，海通证券股价由 21 元跌到了 8.44 元，跌幅达 60%，而同期上证指数却涨了 4.76%，限售股的影响可见一斑。海通证券股价走势见图 4-6，竖线处就是 2008 年 11 月 21 日解禁日的股价及交易量情况。

图 4-6 海通证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再如，2009 年 10 月 29 日是中国建筑（601668）IPO 时向机构投资者配售的、锁定 3 个月的 60 亿股份解禁日，当日放量暴跌 7.2%，以 4.79 元收盘，成交量是前一周日平均成交量的 6 倍以上，显然是解禁的限售股被大量抛售。即使以当日最低价 4.70 元抛售，相对于 4.18 元的发行价，还有 12.44%的收益率，落袋为安，见图 4-7。

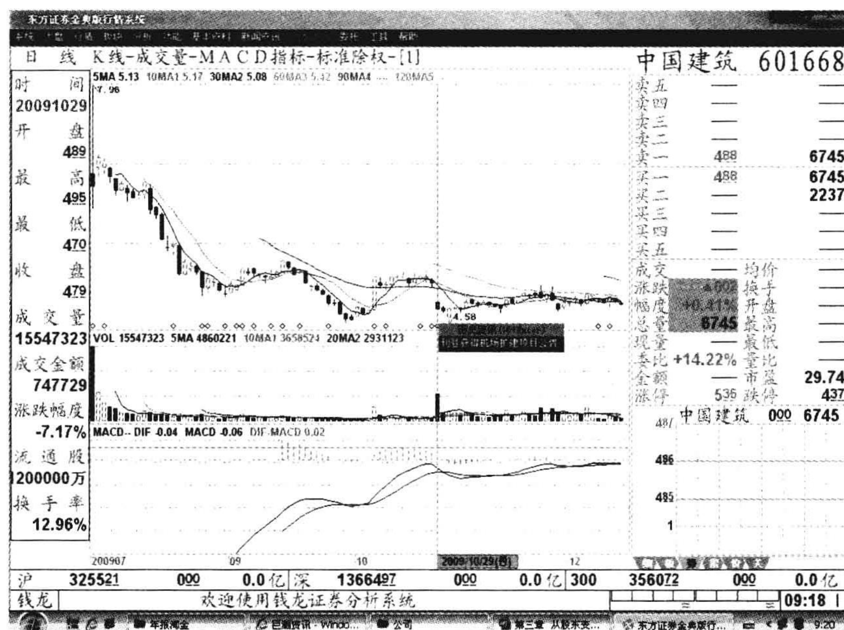


图 4-7 中国建筑

但是，控股股东持有的股份解禁，那可能是另一种情况。因为不愿意控股权旁落，所以控股股东一般不会抛售，解禁日股价往往波澜不惊，与平时没多少区别。2009 年 7 月 6 日是中央汇金投资公司持有的中国银行（601988）1713 亿股解禁日，作为中国银行的控股股东，中央汇金投资公司自 2008 年 9 月 23 日宣布要在未来一年内增持中国银行股份，按照交易所“增持期间原有股份不能抛售”的规则，1713 亿股不能交易，再说代表中央政府的汇金公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自然不会卖出中国银行股票，所以当天的中国银行股票还略微上涨了 1.94%，上涨幅度略高于上证指数的 1.17%。

所以，除了控股股东的限售股解禁之外，对于其他限售股份的解禁，尤其是解禁股份数量相对庞大的股票，投资者要有所准备、保持警惕。记住 2008 年股市暴跌期间，股民戏唱“非洲人民再黑，也不如大小非”这首歌。

研究股东信息，需要比较连续几期定期报告后才能获得有价值的信息。

股东人数大量减少，前 10 大股东中持股比例提高，股价上涨。

年报中股东信息有滞后性，需要具体分析运用。

限售股解禁，往往影响股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 从重组信息中寻找投资机会



第一节 重组的投资机会

资产重组是资本市场永恒不变的主题，是资本市场优化资源配置的一种形式。通常有两种情况：一是上市公司主动收购控股股东的相关资产，壮大主业或延伸产业链，实现控股股东整体上市的目的；二是上市公司由于境况窘迫而被其他公司收购，新的控股股东注入新的优质资产，使上市公司主业发生变更，进入新的产业。

无论哪种情况的重组，只要使上市公司基本面发生脱胎换骨式的变化，业绩大幅度提升，股价一般都会有所反应。如果重组后的公司所处的行业符合市场主流力量的“胃口”，股价往往大幅度飙升。

2007 年第一高价股中国船舶（600150）就是重组推动股价暴涨的最佳例证。

2007 年，中国船舶定向募集 120 亿元向包括控股股东在内的增发对象收购上海外高桥造船有限公司 100%的股权、中船澄西船舶修造有限公司 100%的股权和中船远航文冲船舶工程公司 54%的股权，公司主业也由原来的船用柴油机制造延伸至船舶制造、船舶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

修理，成为国内最大、全球第二的船舶制造企业，国内最大的船用大功率柴油机制造企业，国内规模最大、水平最高的修船企业之一。

其 2007 年的各项业务数据及财务指标，与重组前的 2006 年相比，发生了翻天覆地的变化：营业收入从 22.58 亿元暴增到 178.76 亿元，增加了 6.92 倍；每股收益由 1.019 元增加至 2007 年 5.53 元，暴增 4.33 倍；每股净资产由 4.68 元增加到 14.13 元，增加了 2 倍多；净资产收益率由 21.72%上升到 31.17%。

而股价的涨幅更是令人惊叹，自公告定向增发的 2007 年 1 月 29 日至 10 月 11 日，股价由 41.49 元涨到 300 元的最高价（也是新中国证券市场的历史性最高股价），涨了 6.23 倍，而同期上证指数只上涨了 1 倍。图 5–1 的竖线处就是 2007 年 1 月 29 日正式公告重组的日子及其股价。

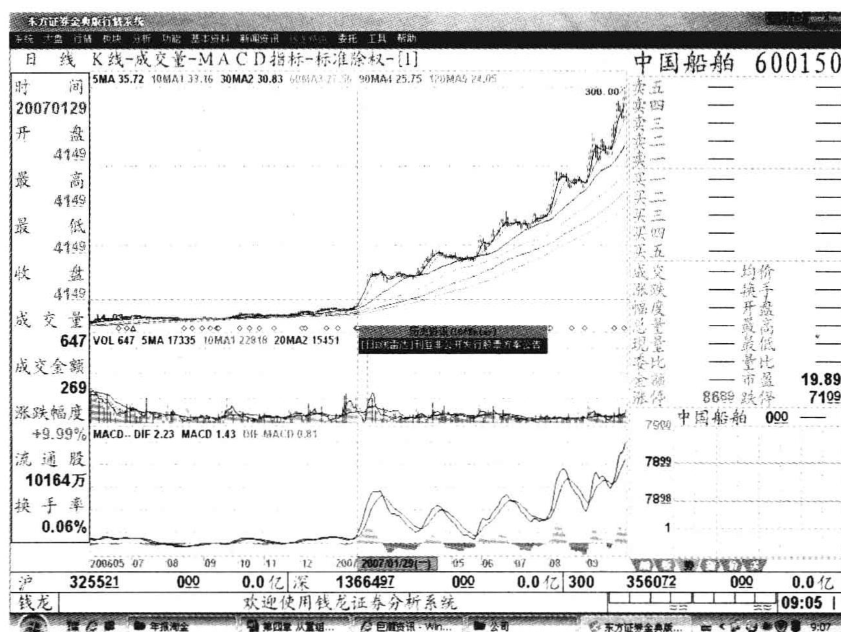


图 5–1 中国船舶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，投资者要关注、研究上市公司重组信息。重组信息的来源主要是上市公司的及时公告，还要尽量收集证券公司点评重组信息的研究报告；如果上市公司的重组信息公告发布时间在下半年尤其是第四季度，那么年报中会有更多信息的披露。

太工天成（600392）在2008年10月20日公告：第一大股东太原理工资产经营公司将20%的股份转让给山西煤炭运销集团公司，后者持股20%，将成为控股股东。

上述公告的内容非常有限，无法判断后续是否还有进一步重组的可能，单凭这些很难作出正确的投资决策，只能靠投资者的经验施展想象空间，好在年报中有更详细的披露："2008年10月，山西煤炭运销集团有限公司（简称煤销集团）与本公司的控股股东山西太原理工资产经营管理有限公司（简称理工资产）开始了关于太工天成股权的转让事宜。2008年10月20日，公司发布了关于大股东股权转让的公告和股权变动报告书。2008年12月25日，该项事宜获得了国务院国资委的审核批准。

煤销集团是由山西省政府批准，国资委所属的大型现代煤炭物流集团，是我国煤炭行业100强排名第三的大型煤炭企业。本次煤销集团以协议转让的方式取得股权，成为太工天成的大股东，并将在理顺企业内部机制、调整业务结构的基础上，继续增加在上市公司中拥有权益的股份，以达到绝对控制或控股上市公司的目的，就是为了实现与资本市场的对接，打造资本运作平台，进一步做大做强主业，实现业务规模、盈利能力和技术优势各方面的稳健增长，创造更大的经济效益和社会效益，给投资者更丰厚的回报。煤销集团入主太工天成将给公司带来新的发展机遇和前景（来源于2008年年报第15页'报告期内总体经营情况'）。"

加强资本市场运作，努力完成公司业务的结构性调整："山西煤炭运销集团有限公司在山西省实施的大企业、大集团战略中，煤销集团被省政府列入'十一五'期间培育大企业、大集团'三大方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阵’的第一方阵，是全省‘十一五’重点扶持的年产 5000 万吨大型煤炭生产企业之一。本次收购完成后，山西煤炭运销集团有限公司将在理顺企业内部机制，调整业务结构的基础上，继续增持本公司的股份，以达到绝对控制或控股上市公司的目的，逐步向公司注入优质生产资产，不断扩张上市公司的规模。使上市公司的主营业务发生根本改变，盈利能力大大增强，为广大投资者带来丰厚回报（来源于 2008 年年报第 20 页‘对公司未来发展的展望’）。”

从年报中，投资者可以得知：新的控股股东将继续增持太工天成的股份直至绝对控股，并逐步向太工天成注入优质资产（就是煤炭资源），变更主营业务，大大增强盈利能力。

由此可以初步判断，一旦新的控股股东注入其拥有的煤炭资源，太工天成的业绩有进一步提升的可能，自然股价也应该有所反应。

的确，在煤炭资源还没注入之前，股价已经提前启动了。自 2009 年 3 月 17 日年报公布日至 2009 年 12 月 11 日，其股价由 12.51 元上涨到 27.84 元，涨幅为 123%，而同期上证指数涨幅为 46.37%；如果从 2008 年 10 月 20 日股权转让信息公告日收盘价 6.56 元算起到 2009 年 12 月 11 日，太工天成的股价涨幅为 3.24 倍，明显高于同期上证指数 64.49%的涨幅。图 5-2 就是太工天成的股价走势，竖线处就是 2009 年 3 月 17 日年报公布日的股价。

截至 2009 年年底重组的最新进展是：2009 年 10 月 30 日，第一大股东太原理工资产经营公司转让给山西煤炭运销集团公司 20%的股权过户手续才办理完毕，至于山西煤炭运销集团公司的进一步增持股权和注入资产尚来不及实施。

给投资者想象力的是未来控股股东的实力，山西煤炭运销集团注册资本 101 亿元，在全国煤炭工业 100 强中名列第三，拥有煤炭资源 56 亿吨；待山西煤炭资源整合完毕后，控股股东拥有的煤炭资源量将超过 100 亿吨，产能将超过 1 亿吨，成为本次山西煤炭资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 5-2 太工天成

源整合的最大赢家。

另外，2009 年山西主要的煤炭类上市公司股价均大幅上涨也是推动太工天成股价的重要动力：截至 2009 年 12 月 10 日，兰花科创（600123）涨了 253%，西山煤电（000983）涨了 255%，大同煤业（601001）涨了 321%，国阳新能（600348）涨了 375%，潞安环能（601699）涨了 326%，太工天成同期涨幅为 249%，虽然煤炭资产尚未注入太工天成，但投资者已经把它作为煤炭股予以估值了。

第二节 重组后的主业决定未来股价

一旦上市公司实质性重组，其估值取决于注入资产的质量和其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新进入行业的市场整体表现。如果该行业企业股价整体走势趋弱，即便注入的资产质量很好，价格水平也不会大幅度上涨，往往是随该行业龙头企业的股价随波逐流——爱建股份（600643）就是很好的案例。

2009 年 8 月 11 日，爱建股份正式公告：拟向上海国际集团定向增发，收购上海国际集团的房地产资产和业务；上海国际集团将成为爱建股份的控股股东并承诺将全部房地产业务和资产注入爱建股份。上海国际集团注册资本 105 亿元，是上海国投、上海证券的控股股东，也是浦东发展银行、上海农村商业银行、国泰君安证券的第一大股东，实力非常雄厚。但是，由于以万科、保利集团为代表的房地产行业上市公司的股价在 2009 年下半年普遍表现不佳，明显拖累爱建股份的股价走势。

图 5-3 中的竖线处就是 2009 年 8 月 12 日爱建股份公告重组信息后的第一个交易日，爱建股份以 14.53 元涨停板开盘，中途被打开后探低至 13.89 元，后又以涨停板报收，第二天继续以涨停开盘，但抛盘踊跃尾市以 13.42 元报收；之后，爱建股份股价一直波澜不惊，到 2009 年 12 月 11 日得收盘价为 12.54 元，不涨反跌。按理说，爱建股份这样问题不断、控股股东实力又差的公司有了强大的控股股东和清晰的主业，公司面貌和业绩即将发生脱胎换骨的变化，股价提前大幅度上涨也是正常的，但出乎很多专业人士的意料，股价不但没涨反而跌了！低于重组公告前一个交易日 13.21 元的收盘价，见图 5-3。

之所以这样，很大程度上是由于板块联动效应的影响。作为一个即将变成以房地产为主业的上市公司，爱建股份的股价走势很大程度上被整个房地产板块的走势所制约，很难摆脱整个房地产板块趋弱的表现：同期房地产指数仅上涨 3.9%，而公认的房地产行业龙头企业万科下跌了 6%，另一个房地产行业龙头企业保利集团同期下跌了 7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 5-3 爱建股份

但投资者可继续关注爱建股份，理由如下：

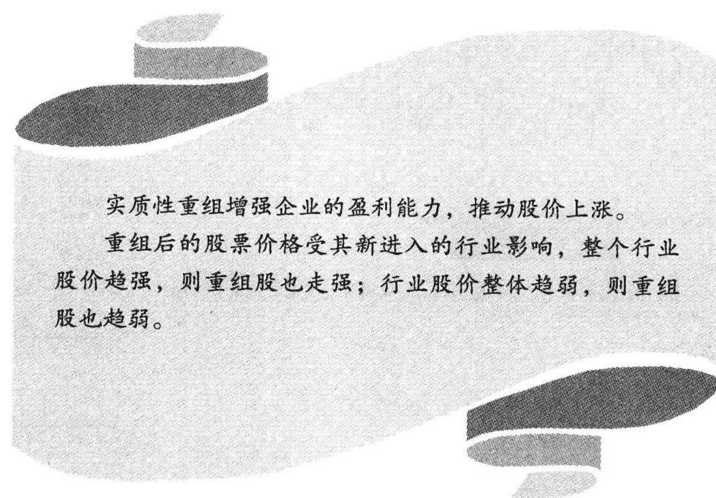
第一，目前的股价与向上海国际集团定向增发价格 12.21 元相差无几。

第二，上海国际集团作为一个金融控股集团，除了即将控股爱建股份外，目前没有控股任何上市公司，爱建股份有可能作为上海国际集团资产整合的唯一平台而承担更大的责任的预期。

总之，投资者从重组信息中寻找投资机会时，一定要注意：新进入的控股股东实力如何，拟注入的资产质量和盈利能力如何，市场对转型后新主业的整体看法如何。因为重组概念股实在太多了，市场见惯了，真正推到股价大幅上涨的是重组后公司的主业和盈利能力。如果转型后新进入的行业板块整体股价趋弱，说明市场暂时不看好该板块，即使重组后公司业绩大幅度提高，也要谨慎，最好不要立即全仓介入，但可以跟踪关注。一旦市场对其新进入行业的看法发生变化，该板块的龙头企业股价可能率先启动，则可以果断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入持有，最终很有可能获得丰厚的回报。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 发掘隐形资产的投资机会

有一个比较经典的案例可以说明隐形资产的投资价值。

一个商人偶然进入一家有百年历史的英国工厂，发现厂房里挂了许多蓬头垢面的油画，这些油画有些居然是百年前的名家所绘，于是这名商人就买下了这家工厂，然后拍卖这些油画，拍卖所得大大超过其购买工厂的成本，等于白捡一个工厂。这些价值连城的油画就是所谓的“隐形资产”。

隐形资产，又称隐含资产，就是指企业会计报表中无法反映或者没有反映真实市场价值的资产，包括两大类：

一是企业会计报表中无法反映或者没有反映的资产，如企业内部产生的品牌、祖传的秘方、垄断行业的特许经营权、多年经营形成的销售网络、特殊才能的经营团队、产品独特的原产地资源等。

这类资源肯定能为企业带来收益，但是其取得成本不能用货币准确确认、计量，所以它们无法通过会计核算予以反映，它们不属于会计概念上的“无形资产”，所以上市公司年报上也找不到相关内容。

如片仔癀（600436）主打产品片仔癀的配方及其生产工艺等非专利技术就没有在会计报表上予以反映，可是靠着这个祖传秘方生产的系列产品却贡献了公司80%的营业利润，而且未来还能持续不断地产生“暴利”——片仔癀的配方及工艺已经被国家保密局列为国家绝密，独家生产、无人能仿制；而且是唯一不受国家价格限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制的药品，可以自主提价，2007年、2008年前后两次提价（出口价和内销价都提高），目前保持70%以上的毛利率；收益高，年年分红，自2003年上市以来年年分配现金股利，累计分红每股2.6元以上。难怪基金扎堆买入，2008年年报显示，前10大流通股股东中有8个是基金，合计持有33.73%的流通股；到了2009年第三季度，季报显示，前10大流通股股东中有7个基金（包括社保基金），合计持有39.54%的流通股。其股价从2008年12月31日的18.87元收盘价上涨至2009年12月31日的39.31元收盘价，涨幅108%，同期上证指数的涨幅仅为80%。

如果说片仔癀的配方和工艺是通过列为国家绝密来保护，而茅台酒是连自己复制都困难了。贵州茅台（600519）最初是由几家小的茅台酒作坊合并组建的，一直受制于厂区面积狭小、无法扩充产能。20世纪70年代，为了达到年产茅台酒1万吨的国家计划，由时任国务院副总理的方毅同志亲自主持茅台酒的异地扩产计划，在距离茅台镇100公里的赤水河边（茅台酒的生产用水就是赤水河的河水）寻得一块宝地，依样画葫芦，从茅台酒厂移植全套酿造配方和工艺、发酵的大曲、酒窖的窖泥乃至生产车间的灰尘，由茅台酒厂最好的酿酒技师在新厂址开始了茅台酒的异地复制工作，历时11年，最后由全国50多位评酒专家考核评审，结论是“好酒但不是茅台酒”。换句话说，离开了茅台酒厂的厂址，就生产不了正宗的茅台酒。这个独特的隐形资产可谓价值连城，是茅台酒暴利（毛利率超过80%）的核心资源，但是年报上却无法反映，只能从其他途径了解、掌握。

二是会计年报中已经反映，但没有揭示其现在的实际价值的资产。例如，不是按公允市场价格计量的上市公司长期股权投资、特许经营权、土地使用权、专利权等。

这些隐形资产能用货币准确计量，其中的土地使用权、出租车牌照、专利权等就是会计上的“无形资产”。按照财务会计准则的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规定，这些无形资产应该以当初的购置成本记账，很多年以后这些资产大幅度升值，但年报中披露的金额不但低于目前的市场价，有些还低于当初的购置成本（因为无形资产每年要进行摊销、减值）。

如2004年年初，企业购置的一块土地的使用权花费80万元，虽然现在类似地块已经涨到500万元，但会计入账时间是在2004年，是按当时的购置成本80万元入账，而且这80万元还要在其使用权年限内合理摊销，如工业用地使用权有效期50年，则每年账面价值减少1.6万元（80÷50），2009年年报中该块土地使用权的账面价值只有70.4万元了（80－80÷50×6年）。

长期股权投资不是无形资产，属于会计上的“长期资产”，情况略有不同，但年报披露的账面价值往往也低于现在的市场价值。按成本法核算的，年报显示的仍然是当初的投资成本；按权益法核算的，如果被投资企业有利润，则长期股权投资账面价值增加；如果被投资企业亏损，则冲减长期股权投资，长期股权投资账面价值还要低于当初的投资成本。

这里对长期股权投资的成本法和权益法略作介绍。对被投资企业不具有共同控制能力或者不能施加重大影响能力的（一般指持股比例低于20%），适用成本法核算，其账务处理就是按初始投资成本记账，收到现金分红才确认投资收益。对被投资企业具有共同控制能力或者重大影响的长期股权投资（一般指持股比例超过20%），采用权益法，即根据被投资企业的损益情况，按持有股份比例调整“长期股权投资”会计科目。

例如，2007年A上市公司进行长期股权投资，初始投资金额为8000万元，占被投资企业12%的股权，2008年被投资企业税后利润为600万元，没有现金分红。

按成本法核算，则2008年年报中的长期股权投资账面价值就是初始投资成本8000万元。

又如，B上市公司2007年进行长期股权投资，初始投资金额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8000 万元，占被投资企业 30%的股权，2008 年被投资企业税后利润 600 万元，没有现金分红。

按权益法核算，即按持有被投资企业的股份比例确认损益，600 万元×30%＝180 万元，则其 2008 年年报显示的长期股权投资账面价值应该是 8000＋180＝8180 万元。

无论是土地使用权、特许经营权还是长期股权投资，这些真实价值没有被年报反映出来的隐形资产往往能给投资者带来意外的收益，也是本章的重点。

第一节 隐形资产“躲”在哪里

一、长期股权投资

按照现行的会计准则，企业参股投资其他上市公司的股权，在会计处理上被划分为三类：

（1）交易性金融资产，买入的流通股或者持有的已解禁了的股份，并且认定准备随时出售的，属于交易性金融资产，其账务处理的基本内容就是：一旦股票价格比上一个会计期末的价格上涨，就按上涨了的价格记账，还要以此增加利润，无论是否抛售。也就是说，股票价格相对于上一个会计期末的上涨或下跌，对上市公司的本年利润有直接影响。

例如，雅戈尔持有上海九百（600838）的股票 60480 股（见表 6-1），2006 年末其收盘价为 3.33 元，2007 年末收盘价为 8.28 元，2008 年年末收盘价为 3.63 元。雅戈尔将持有的该股票归类为交易性金融资产，那么 2007 年年报显示由于上海九百股价比 2006 年年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-1 证券投资情况

序号	证券品种	证券代码	证券简称	初始投资金额（元）	持有数量（股）	期末账面值	占期末证券投资比例(%)	报告期损益（元）
1	股票	600631	百联股份	13354190	70702	60025998	73.22	-102730006
2	股票	600838	上海九百	6140000	60480	21954240	26.78	-28123200
报告期已出售证券投资损益				—	—	—	—	-1797218286
合　计				19494190	—	81980238	100	-1928071492

资料来源：雅戈尔 2008 年年报第 22 页。

末上涨了，则增加利润 299376 元 ［(8.28－3.33)×60480］；2008 年年报显示，由于上海九百股价比 2007 年年末大幅度下降，则减少利润 281232 元 ［(3.63－8.28)×60480］。

（2）可供出售的金融资产，买入的流通股或者已经持有的股份(包括尚未解禁的限售股)，尚未确定是否出售还是长期持有，则归属“可供出售的金融资产”，例如雅戈尔 2007 年年报第 62 页（见图 6-1）：

项　目	年末公允价值	年初公允价值
可供出售权益工具		
其中：有限售条件的可供出售股票	412386865053	97172659758
无限售条件的可供出售股票	1237282200000	3397173500000
合　计	1649669065053	436890009758

有限售条件的可供出售股票

明细品种	限售期截止日期	持有股数（股）	年末公允价值
海通证券	2008 年 11 月 21 日	100000000	380124800000
金马股份	2008 年 10 月 29 日	43000000	31524564700
交通银行	2008 年 5 月 15 日	705387	737500353
合　计			412386865053

图 6-1 可供出售金融资产

其账务处理：股票价格涨了，按上涨了的价格记账，但不增加利润，只增加资本公积金，对净资产有直接影响；出售后才将其售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价与其账面价值之间的差额确认为投资收益。如果股价临时性下降，则只需调减公积金，不用减少利润；只有股价大幅度下降或长时间下降，才需确认“资产减值损失”，冲减利润。

（3）长期股权投资，投资目的是为了长期持有其他公司股份，而不是为了抛售盈利，而且也无法及时取得公允价格的股权投资，企业一般将其归类为“长期股权投资”。其账务处理是：先按实际发生的初始成本记账，后续核算或采用成本法或采用权益法。

例如，雅戈尔持有 1.79 亿股宁波银行股份，雅戈尔将其归类为“长期股权投资”，采用成本法核算。初始投资成本为每股 1.014 元，2009 年 12 月 31 日账面价值仍为每股 1.014 元，虽然当天宁波银行股价 15.88 元，但只要雅戈尔仍然将其列为“长期股权投资”，则不能按市场价格予以调整。

一般而言，上市公司倾向于将持有数量较大的股份归类于“可供出售的金融资产”。否则，一旦将持有的股份归类为“交易性金融资产”，如果股价比上年末上涨了，自然增加利润；一旦股价比上年末下降了，则自动减少利润，利润增减的主动权不是掌握在上市公司自己手里，而是被动地“听命于”市场价格的波动，陷入“身不由己”的苦恼。而列为“可供出售的金融资产”则可进可退，相对灵活些，可以用合适的价格出售获得投资收益，也可以长期持有，持有期间股价上涨虽然不增加利润但增加资本公积金，提高每股公积金进而提升每股净资产也能对股价产生积极的影响；期末股价暂时性下跌或小幅度下跌，只要直接减少资本公积金就可以了，不用确认“资产减值损失”进而减少利润；如果期末股价大幅度下降或者长时间下降，则需将原来累计减少的资本公积金确认为“资产减值损失”，减少当期利润。

“交易性金融资产”和“可供出售的金融资产”因为已经反映了股价变动带来的影响，不属于隐形资产。只有“长期股权投资”属于隐形资产，因为只能按当初实际发生的投资成本记账（成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法）或按被投资企业的损益情况调整（权益法），都无法在会计报表中充分反映已经上涨了的实际价值。当股票市价大大高于账面价值的时候，这部分限售股份就变成了参股公司的隐蔽性资产。一旦改为按公允的市场价格计量，其账面价值将大幅度攀升。如果将其归类为交易性金融资产，会给公司带来利润的大幅度增长；即使将其归类为可供出售金融资产，也大幅度增加资本公积金，还可在以后抛售、获得巨额投资收益。

为了便于投资者彻底弄清上市公司所持股份的价格变化对交易性金融资产、可供出售的金融资产、长期股权投资的不同影响，如表 6–2 所示：

表 6–2　不同影响

上市公司所持股份分类	股价变动对上市公司会计报表的影响
交易性金融资产	影响当期利润
可供出售的金融资产	影响股东权益（净资产），股价大幅度下跌或长期性下跌，则减少当期利润
长期股权投资	会计报表没有任何影响（但影响潜在价值）

长期股权投资可以在年报的第十部分“重要事项”中寻找，“重要事项”中有一张表格“持有其他上市公司股权情况”，以雅戈尔（600177）为例，其 2008 年年报第 22 页的表格如表 6–3 所示。

表格显示：雅戈尔持有 7 家上市公司的股权，但是只有 3 家股权属于长期股权投资，分别是：

1）持有的宁波银行（002142）7.16%的股权，初始投资成本 1.81 亿元，期末账面价值 1.81 亿元；说明是按成本法核算的。

2）持有的宜科科技（002036）12.84%的股权，初始投资成本 0.189 亿元，期末账面价值 0.537 亿元，累计增加了 0.348 亿元；说明是按权益法核算的。

3）持有的广博股份（002103）14.95%的股权，初始投资成本 0.098 亿元，期末账面价值 0.098 亿元；说明是按成本法核算的。

年报中披露的雅戈尔持有上述其他上市公司股权情况不够详

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6–3 持有其他上市公司股权情况

（单位：元）

证券代码	证券简称	初始投资金额	占该公司股权比例（%）	期末账面值	报告期损益	报告期所有者权益变动	合计核算科目
000980	金马股价	301000000.00	13.56	200853000.00	–100147000.00	–110831235.25	可供出售金融资产
600837	海通证券	2612640161.04	1.77	1395811015.80	–1558937558.07	–1718873558.07	可供出售金融资产
601328	交通银行	849376.60	0.001	3343534.38	176346.75	–831520.54	可供出售金融资产
600030	中信证券	146653718.35	2.58	3072330900.00	2003419173.51	–4905629308.05	可供出售金融资产
002142	宁波银行	181550000.00	7.16	181550000.00	35800000.00	35800000.00	长期股权投资
002038	宜科科技	18901304.21	12.84	53708860.12	1909424.35	222285.16	长期股权投资
002103	广博股份	9832000.00	14.95	9832000.00	3264620.00	3264620.00	长期股权投资
合计		3271426558.20	—	4917429310.30	385485008.54	–6696878716.75	

细，还要从被投资上市公司的年报中寻找相关信息，主要是持有股份、解除限售时间，如宁波银行的 2008 年年报第 14 页显示（见表6–4）：

表 6–4 限售股份变动情况

编号	股东名称	年初限售股数	本年解除限售股数	本年增加限售股数	年末限售股数	限售原因	解除限售日期
1	宁波市财政局	270000000.00			270000000.00	股东承诺限售	2010 年 7 月 19 日
2	华侨银行	250000000.00			250000000.00	股东承诺限售	2010 年 7 月 19 日
3	宁波杉杉股份有限公司	179000000.00			179000000.00	股东承诺限售	2010 年 7 月 19 日
4	雅戈尔集团股份有限公司	179000000.00			179000000.00	股东承诺限售	2010 年 7 月 19 日

雅戈尔持有的宁波银行股份有 1.79 亿股，即每股成本仅为 1.014 元（初始投资成本 ÷ 持有股份 = 1.815 亿元 ÷ 1.79 亿股），解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

禁时间是 2010 年 7 月 19 日。

雅戈尔持有的宁波银行股权一旦被列入“可供出售的金融资产”，可按市场价格入账，大幅度增加公积金；解禁后可择机出售，获得巨大投资收益，2008 年年报显示，2008 年雅戈尔出售部分中信证券股份获利超过 25 亿元。

以 2008 年 12 月 31 日宁波银行 15.88 元收盘价估算，雅戈尔持有的宁波银行股份浮动收益将超过 26 亿元，账面获利巨大。

同样，宜科科技（002036）2008 年年报显示：雅戈尔持有宜科科技 1384 万股，每 10 股分红 1 元、公积金转增 5 股，2009 年 5 月 15 日解禁，则雅戈尔持有 2076 万股宜科科技的流通股，以 2009 年 12 月 31 日收盘价 7.73 元估算，市值约 1.6 亿元，超过账面价值约 1 亿元。

广博股份（002103）2008 年年报显示：雅戈尔持有广博股份 3264 万股，解禁时间为 2010 年 1 月 10 日。按 2009 年 12 月 31 日收盘价 9.91 元估算，市值约为 3.2 亿元，超过账面价值约 3.1 亿元。

把这三项长期股权投资合计，增值获利约 30 亿元，相对于雅戈尔 22 亿元的总股本，每股增值 1.3 元。2009 年中报披露，雅戈尔已经将持有的宁波银行股权、广博股份股权归类为“可供出售的金融资产”，即在 2010 年解禁后，可以对外抛售获利了。

需要引起投资者注意的是，雅戈尔投资宁波银行、宜科科技、广博股份和中信证券时，这些企业都没有上市，有的甚至连上市的具体计划都没有，顶多有一个上市的远景规划。所以，有条件的投资者，也可关心上市公司投资的未上市公司股权。从雅戈尔的年报中发现一家拟上市公司——中基宁波对外贸易股份有限公司，年报第 70 页会计报表附注中的“长期股权投资”中披露：雅戈尔持有中基宁波对外贸易股份有限公司 20%的股权。在中国证监会宁波证监局的网站上显示：宁波市已进入上市辅导期的企业名单中就有中基宁波对外贸易股份有限公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、土地使用权及其上面的建筑物

最近 10 年，中央政府为了保证 18 亿亩农业保护用地，严格控制城市建设用地；加上学习中国香港的殖民地城市土地出让方式（香港回归祖国后仍然沿用殖民地时期的土地拍卖制度），即地方政府作为垄断土地资源的唯一的出让方，通过公开拍卖的方式出让土地使用权，多个买家一个卖家，僧多粥少，价格自然看涨；特别是，地方政府低价从农民手里收购集体土地使用权，自动转化为国有土地后高价拍卖，巨额差价成为地方政府的主要财政收入来源，地方政府成为土地价格上涨的主要获利者和推动者，致使土地价格暴涨，原来非常低廉的土地使用权价格爆发式上涨，土地使用权的市价与账面价值相比暴涨了 N 倍，成为部分上市公司最重要的隐形资产之一。

例如，上海龙头（集团）股份有限公司（600630）2008 年年报第 89 页披露：其土地使用权账面原值为 8814 万元，累计摊销 1117 万元，土地使用权账面净值不足 7000 万元。而当年及 2007 年的动迁补偿收入分别为 1.3 亿元和 1.1 亿元（年报第 102 页）。要知道，动迁的土地只是龙头股份数量众多的地块中的极小的一部分，而且从 2007 年年报第 75 页披露的“本年土地使用权连同地上建筑物清理转出金额 2587 万元”，可以推算出 2007 年因为动迁导致该动迁地块的土地使用权至少增值 8400 万元，接近龙头股份拥有的所有土地使用权的初始成本，超过龙头股份拥有的所有土地使用权的账面净值，增值程度可见一斑。据上海贺宛男女士 2006 年 6 月份的估计，龙头股份单在上海市中心的几处土地就值 20 亿元以上（《理财周刊》2006 年 6 月 14 日）。

类似情况的还有中储股份（600787），该公司是全国最大的仓储型物流企业，物流网络遍布全国 20 多个中心城市，拥有的物流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基地总面积 653 万平米，其中物流货场面积 262 万平米，库房面积 119 万平米。自 2000 年以来先后有 6 块土地被当地政府收储、2 块土地转让给房地产开发商，由此取得的数十亿元土地出让金补偿。2008 年年报披露：2008 年 12 月，中储股份转让位于上海市中山南二路的 8.4 亩土地，转让款 5793 万元（年报第 29 页）；而同期转出的土地使用权 1562 万元（年报第 85 页）就是上海中山南二路的 8.4 亩土地的初始成本，中储股份在该土地使用权转让中获利 4231 万元，约占公司当年净利润的 27%，每股收益以此而增加 0.057 元。

房地产类的上市公司取得的土地使用权，是出于建筑商品房出售的目的，因此不能列为无形资产或投资性房地产，而是被视为“存货”，如同工厂购置的原材料，实际上，对房地产上市公司而言，土地使用权就是它们的原材料。

非房地产类的上市公司获得土地使用权，根据目的不同而采用不同的会计处理办法：如果是企业自用，则列入“无形资产”会计科目，按购置成本入账，然后在其使用权年限内摊销成本，其账面净值一般都要低于初始购置成本；如果是出于出租或增值后转让的目的，则列为“投资性房地产”。

投资性房地产是指为了赚取租金或资本增值，或者两者兼有而持有的房地产，主要包括已出租的土地使用权、持有并准备在升值后转让的土地使用权和已出租的建筑物。

投资性房地产在会计上有两种核算方式供企业选择：成本模式或者公允价值模式，成本模式核算就是将其中的房屋建筑物作为固定资产处理，把其中的土地使用权当做无形资产处理，该提折旧就提、该摊销就摊销；公允价值模式就是根据房地产价格的变化，每期对投资性房地产进行估值，按期末估值价格记账，市场价格与账面价值之间的差额作为当期的损益处理，涨价了就增加当期利润，贬值了就减少当期利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采用成本模式核算改为公允价值模式核算，能大幅度提高当年的利润，因为投资性房地产的原始成本很低。但对以后的利润没有特殊的影响，而且采用公允价值模式后就不能再改变了，不允许改回成本模式，所以自 2007 年允许企业可以选择公允价值模式或成本模式核算投资性房地产以来，绝大多数上市公司采用成本模式核算，只有极个别的上市公司采用公允价值模式。

随着近年来房地产（主要是土地使用权）价格的大幅度上涨，凡是采用成本模式核算的投资性房地产实际上市被低估了，市场价格大大高于其账面净值，尤其那些投资性房地产规模比较大的上市公司则被低估得更厉害，如中国国贸、陆家嘴、张江高科等。以中国国贸（600007）为例，2008 年年报披露，投资性房地产账面净值为 21.27 亿元（年报第 24 页），见表 6–5。

表 6–5　投资性房地产

	房屋及建筑物	房屋及建筑物改良	投资性房地产装修	机械设备	合计
原价					
2007 年 12 月 31 日	2778022213	87072548	215061381	1062014480	4142170622
本年增加	—	—	12587574	7377698	19955272
本年减少	(2152095771)	(27888)	(2202314)	(33605420)	(251045199)
2008 年 12 月 31 日	2562812636	87044660	225446641	1035786758	3911090695
累计折旧					
2007 年 12 月 31 日	(854888090)	(39972758)	(120855997)	(775488561)	(1791216406)
本年计提	(49346384)	(5223957)	(24439077)	(23955360)	(102964788)
本年减少	(80694206)	(17801)	(555595)	(29479777)	(110747179)
2008 年 12 月 31 日	(823540266)	(45179124)	(144749479)	(769965144)	(1783434015)
减值准备					
2007 年 12 月 31 日	—	—	—	—	—
本年计提	—	—	—	—	—
本年减少	—	—	—	—	—
2008 年 12 月 31 日	—	—	—	—	—
净值					
2008 年 12 月 31 日	1739272355	41865536	80697162	265521614	2127656680
2007 年 12 月 31 日	1923134123	47099790	94195384	285524919	2350954216

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其对应的资产是：位于北京CBD中心的56万平方米建筑，包括高档写字楼、公寓、五星级酒店等，每平方米账面价值仅3800元（21.27亿÷56万），而马路对面的银泰中心每平方米最高7万元的售价，可见其存在巨大的重估价值。

三、特许权

特许权又称专营权、特许经营权，是指企业在某一地区经营或销售某种特定商品的权利，或者是一家企业接受另一家企业使用其商标、商号、技术秘密的权利。

通常有两种方式获得特许经营权：

一种是政府机构通过授权、批准或拍卖，准许企业使用或在一定地区享有经营某种业务的特权，如食盐专卖权、烟草专卖权、电信特许经营权、出租车牌照、金融企业许可证等。

另一种是企业之间签订合同，一家企业有偿使用另一家企业的某些权利，如连锁加盟店使用总店的名称、某名牌白酒的区域总代理等。

特许权能给企业带来收益，但特许权本身的价值却很难估算，主要是没有自由交易的市场，烟草专卖权、食盐专卖权都是独家经营，电信特许经营权不能转让，金融企业许可证可以向政府申请取得，也可以收购金融企业变相获得（收购行为最后还得经过政府最后批准），唯独出租车牌照可以自由交易，其价值比较容易估算。

上海大众（600611）2008年年报披露：其共拥有出租车8920辆（年报第13页），对应的出租车特许经营权账面净值为10.68亿元（年报第82页），每辆出租车的特许经营权账面价值约12万元，明显低于市场价格。

2000年后上海市就不再批准新的出租车牌照，总量控制在4.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万辆（北京的出租车是 7 万辆），而且出租车牌照是永久的，出租牌照成为稀缺资源，导致上海出租车牌照的转让价格逐年攀升，从最初的 3 万元开始逐渐上涨。2005 年 3 月份，东方明珠股份有限公司旗下的 200 辆出租车牌照以 6600 万元的价格转让，每辆 33 万元。2006 年后每辆出租车牌照已突破 40 万元，到了 2009 年价格还在上涨，只是愿意出售的越来越少，业内人士保守估计，已接近 50 万元了。

目前，上海出租车牌照 40 万~50 万元的价格不算贵。深圳市 2007 年 10 月份举行的出租车营运牌照拍卖会上，2000 个出租车牌照拍卖价为 54.25 万元/辆；而温州市在 2007 年 5~7 月的最高价曾达到 140 万元/辆，据 2009 年 10 月 16 日的温州商报报道，2009 年 9 月底温州出租车牌照的价格约 127 万元/辆。

即使不考虑上海出租车牌照未来升值的可能，按照目前的市场价格重估，大众交通单是 8920 辆出租车牌照就值 35 亿~45 亿元，相当于每股增值 2.5~3.5 元（大众交通总股本 10.50 亿元）。

第二节　隐形资产对股价的影响

隐形资产在牛市期间对股价刺激很大，熊市、震荡市期间影响有限。

长期股权投资在限售股解禁后，如果列为“交易性金融资产”，则增加利润；如果列为“可供出售金融资产”，则增加资本公积金。无论利润的增加还是资本公积金的增加，都会刺激股价上涨，至于股价的上涨幅度，需要取决于这些隐形资产对每股收益或者每股净资产的影响程度。

最典型的是 2007 年的西水股份（600291），这是一家很普通的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水泥制造企业，2006 年每股净亏损 0.77 元，每股净资产 3.48 元；2007 年第一季度，继续亏损，每股净亏损 0.04 元，每股净资产却暴增到 15.40 元。

原因是 2007 年 2 月兴业银行上市，持有 7620 万股兴业银行股份的西水股份将这部分股权由原来的"长期股权投资"调整为"可供出售的金融资产"。当初的投资成本为每股 2.14 元，总金额是 1.63 亿元；现在按照兴业银行 3 月 30 日 27.20 元的收盘价调整，总市值暴增到 20.73 亿元，导致净资产增加了 19.09 亿元（20.72–1.63）。2006 年年底，西水股份净资产总额为 5.56 亿元，总股本 1.6 亿元，每股净资产仅为 3.48 元；2007 年第一季度末，每股净资产因为兴业银行的上市而暴涨到了 15.40 元。

由于"可供出售的金融资产"是按期末的价格调整账面值的，所以兴业银行股价的变化导致西水股份的每股净资产也随之变动。2007 年 6 月底，兴业银行涨价至 35.09 元，西水股份的每股净资产增加至 19.34 元；2007 年 9 月底，兴业银行股价达到 56.42 元，西水股份的每股净资产奇迹般增加到 25.69 元，成为当时沪深两市每股净资产排名第一的上市公司。

与此相对应，其股价也奇迹般地上涨，由 2006 年年底的 8.80 元一路上涨到 2008 年 1 月 15 日的 68.10 元，上涨了 6.7 倍多（见图 6–2），而同期上证指数只上涨了 1.2 倍多。后来公布的 2007 年年报披露，西水股份每股收益仅 0.20 元，其高峰时的市盈率竟然达到了 340 倍，远远超越当时大盘的市盈率水平，显然从市盈率估值法的角度无法解释其高价的原因。

唯一能给予合理解释的是采用市净率法估值，市净率法最适用于钢铁、水泥等固定资产规模较大的、盈利水平随着经济周期波动而上下大幅变化的周期性行业的上市公司，也适用于银行、保险这类流动资产比例高的上市公司估值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

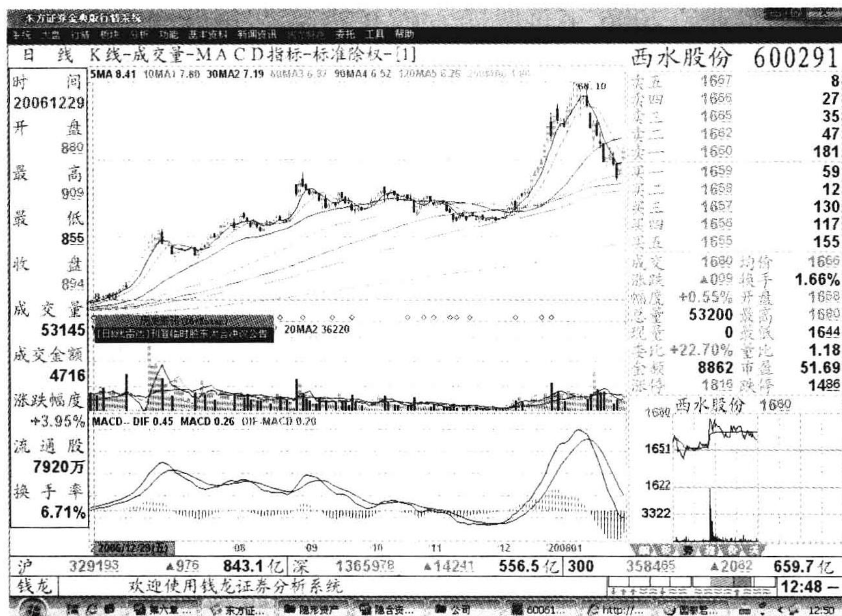


图 6-2　西水股份

西水股份的主营业务是水泥制造，水泥行业属于周期性行业，适用于市净率估值法；持有的兴业银行股份，也适用于市净率估值法。所以，可以一并对其进行市净率估值，依据 25.69 元的每股净资产，最高只有 2.65 倍的市净率，低于市场的平均市净率。如果不是 2008 年初大盘拐头向下大幅度调整，导致兴业银行股价大幅度下跌影响西水股份的每股净资产，西水股份还有一定的上涨空间。

上市公司拥有的土地使用权及其上面的建筑物，存在巨大的重估价值，但是并不代表时时刻刻会通过股价反映出来，因为一旦这些隐形资产重估并反映在会计报表上，当期利润会因此大幅度增加，但只是一次性的增加，以后各期对企业业绩的影响是正面的利润还是负面的亏损，完全取决于这些投资性房地产价格的变化——比上期末涨了，差额显现为利润；比上期末跌了，显现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为亏损。这有点儿像一锤子买卖，因此对股价有影响，尤其牛市期间，能给投资者带来更多的想象空间。出租车牌照之类的特许经营权也是类似，熊市期间对股价的影响非常有限。

广发基金投资总监朱平先生曾经有过一个比较明确的描述：那种所谓有隐含资产的公司，比如一个公司有这种隐含资产可以每股值 10 元钱，但如果从财务状况和分红而言每股只值 5 元钱，那么流通股东如果以 10 元定价就会发现，除非上市公司把隐含资产变现，否则自己没有办法获得收益。而如果上市公司不变现隐含资产，则从回报角度来说该股票只有 5 元价格的水平，所以当市场气氛不乐观的时候，股价很可能会跌回到 5 元（摘自 2005 年 6 月 23 日上海证券报）。

上市公司隐形资产不少，但许多隐形资产年报没有披露，年报披露的主要包括：没有反映市场价值的长期股权投资、没有按市场价值披露的土地使用权及其上面的建筑物、按成本披露的特许经营权。

牛市中，隐形资产对股价有较大的刺激作用；熊市、震荡市期间影响有限。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 用财务指标挑选绩优股



上市公司的业绩是股价的最终决定力量。上市公司盈利越多，业绩越好，公司为股东挣得钱就越多，股票也越受投资者追捧，股价自然上涨；上市公司盈利持续增长，股价才能持续上涨，业绩增长最终决定股价的上涨。

衡量上市公司业绩的最主要财务指标有：每股收益（EPS）、净资产收益率（ROE）、毛利率（GPM）。

上述这些数据除了毛利率需要自己计算外，其他的都可以直接从年报中查找。

年报第三部分“会计数据与业务数据摘要”中有三张表格，其中第三张表格“报告期末公司前三年主要会计数据和财务指标”会提供每股收益、净资产收益率、每股经营活动产生的现金净流量等指标的最近三年数据。

由于监管部门对毛利率的重视程度不够，没有把毛利率和每股收益、净资产收益率等数据同等对待，投资者只能从“合并利润表”附注中“营业收入”的“主营业务（分产品、分行业）表格”中寻找，有些上市公司年报还在“主营业务（分行业、分产品）表格”中列示毛利率。

表 7-1 就是贵州茅台 2008 年年报第 3~4 页中披露的相关财务指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-1 报告期末公司前三年主要会计数据和财务指标

（单位：元 币种：人民币）

	2008 年	2007 年	本年比上年增减(%)	2006 年
营业收入	8241685564.11	7237430747.12	13.88	4903375765.41
利润总额	5385300638.16	4522025015.93	19.09	2488065851.97
归属于上市公司股东的净利润	3799480558.51	2830831594.36	34.22	1544812417.93
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	3802638842.13	2833053304.89	34.22	1538192617.81
基本每股收益(元/股)	4.03	3.00	34.33	1.64
稀释每股收益(元/股)	4.03	3.00	34.33	1.64
扣除非经常性损益后的基本每股收益(元/股)	4.03	3.00	34.33	1.63
全面摊薄净资产收益率(%)	33.79	34.38	-0.59	25.48
加权平均净资产收益率(%)	39.01	39.30	-0.29	27.67
扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率(%)	33.82	34.41	-0.59	25.37
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率(%)	39.04	39.33	-0.29	27.56
经营活动产生的现金流量净额	5247488535.74	1743303211.38	201.01	2112936898.43
每股经营活动产生的现金流量净额(元/股)	5.56	1.85	200.54	2.24
	2008 年年末	2007 年年末	本年末比上年末增减(%)	2006 年年末
总资产	15754187836.35	10481471840.45	50.31	9570793579.42
所有者权益(或股东权益)	11244569516.47	8234105755.93	36.56	6063419006.46
归属于上市公司股东的每股净资产(元/股)	11.91	8.72	36.58	6.42

第一节 每股收益

目前，大多数投资者看年报，首先关心的财务数据就是每股收益（EPS）。每股收益就是将公司的净利润除以公司的总股本，它反映了每一股份当前所创造的净利润。每股收益越高，表明所创造的利润就越多，股利分配来源越充足，资产增值能力越强，理论上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价也应该越高。

每股收益是分析每股价值的一个基础性指标，还是综合反映、评价公司获利能力的重要指标。

从 2007 年开始，年报中披露了“三个”每股收益，分别是“基本每股收益”、“稀释每股收益”和“扣除非经常性损益后的基本每股收益”。它们的计算公式是：

基本每股收益＝归属于上市公司股东的净利润÷当期发行在外的普通股算术加权平均数

由于上市公司有可能发生股份增加（股份增发、行使认股权证等）或者回购股份注销的行为，计算每股收益时不能简单地按期末股份数据计算，而要计算其加权平均股数。其计算公式如下：

当期发行在外普通股加权平均数＝期初发行在外普通股股数＋当期新增加普通股股数×发行在外时间÷报告期时间－当期回购普通股股数×已回购时间÷报告期时间

在计算当期发行在外普通股加权平均数时，时间权数可以按天数来计算，也可以按月来计算，但必须保证时间的准确性。

例如，某上市公司 2008 年净利润为 0.48 亿元，2008 年年初股本为 1 亿股，5 月 31 日上市公司定向增发 0.2 亿股。由于则 2008 年该上市公司每股收益为：

0.48 亿÷(1 亿＋7/12×0.2 亿)＝0.43 元

如果说基本每股收益仅考虑当期实际发行在外的股份，稀释每股收益则考虑到潜在股份对每股收益的影响。

潜在股份是指赋予可转换公司债持有人、认股权证持有人、股票期权持有者在报告期或之后期间享受取得股份权利的一种金融工具或合同。一旦持有人行使权利，就会增加股份，而按增加股份后的总股本计算，每股收益肯定减少。对盈利企业而言，计算稀释每股收益能给投资者提个警示作用；亏损企业因为潜在股份而降低了每股收益，具有反稀释性，所以理论上不应再计算亏损企业的稀释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每股收益，但实际上国内亏损的上市公司还在计算稀释每股收益。

扣除非经常性损益后的基本每股收益，就是将分子由“归属于上市公司股东的净收益”调整为“归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净收益”，分母仍然是“发行在外的股份加权平均数”。其中，“非经常性损益”是指与公司经营业务无直接关系或者与公司正常经营业务相关但属于特殊性质的偶发性收入支出，主要包括变卖资产的收入、地方政府财政补贴等，如同一个员工工薪收入是其经常性收入，但体育彩票意外中奖之类的“飞来横财”或者钱包被小偷窃取之类的“飞来横祸”就是非经常性损益了。扣除非经常性损益后的基本每股收益能客观地反映企业正常的收益水平。

以贵州茅台为例，其 2008 年度没有增发，也没有认股权证和股票期权，所以稀释每股收益就是基本每股收益，而非经常性损益只有 315 万元多一点（见 2008 年年报第 3 页“会计数据和业务数据摘要”中的第二张表格“非经常性损益项目和金额”），所以相对于 38 亿元的净利润，其扣除非经常性损益后的基本每股收益也因为只保留小数点后两位而与基本每股收益趋同了，见表 7–2。

表 7–2　非经常性损益项目和金额

（单位：元　币种：人民币）

非经常性损益项目	金　额	说　明
非流动资产处置损益	–3241808.24	处理固定资产净损失
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	698541.51	单独计提坏账准备的转回
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	–1842408.63	
少数股东权益影响额	130972.90	
所得税影响额	1096418.84	
合　计	–3158283.62	

投资者在考察每股收益时，重点应放在“扣除非经常性损益后的基本每股收益”，并以此为依据对上市公司的估值水平进行判断。可惜的是，国内主流媒体目前仍然习惯使用基本每股收益，除非特别提示，一般指的都是基本每股收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济周期的不同时期，每股收益是有差别的，景气高潮的2007年，全部上市公司每股收益达到0.43元，创下了历史新高，比2006年增长了近40%，每股收益高于1元的企业也比2006年增加了70家，达到126家，其中中国船舶每股收益高达5.53元，名列全部上市公司第一。而深受金融危机影响的2008年整个市场的每股收益则下降到0.337元，下降了近22%，而每股收益超过1元的股票也下降到92家；2009年依靠政府4万亿元投资和银行发放的巨额信贷，中国经济率先复苏，前三季度每股收益达到了0.3元，预计全年可接近2007年的水准。

每股收益的计算源自20世纪50年代的美国，目前，美国、日本、欧洲等世界主要资本市场都要求上市公司及申请IPO的企业计算和披露每股收益。对投资者而言，因为其分母是发行在外的股份，所以可以用于不同行业、不同规模的企业之间的业绩比较。证券市场习惯用每股收益指标对所有上市公司排序，区分所谓的“绩优股”、“垃圾股”；也可以以每股收益为指标对某一行业内的上市公司排序，确定行业业绩龙头；当然，也可以纵向比较某个上市公司每股收益的历史数据，用于判断上市公司业绩的成长变化情况。

国内最常用的股价估值公式为：

股价=每股收益×市盈率

市盈率是市场概念，不同的国家市盈率不相同，比如经济增长较快的发展中国家的市盈率一般高于经济增长相对平缓的发达国家；同一国家不同时期的收益率也不相同，牛市期间的收益率肯定大大高于熊市期间，国内2007年10月份市盈率达到70多倍，而2008年9月市盈率只有16倍多；同一国家同一时期不同行业的收益率不相同，增长快的行业市盈率会高于业绩稳定的行业；同一行业内部不同企业的收益率也有区别。但是，每股收益相对较高的企业，其股价自然也高。

投资者利用每股收益指标选股，首先要选择每股收益相对比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的企业，如高于市场平均每股收益 1 倍以上的企业；而且还要选择最近几年每股收益连续增长的企业。

有个问题需要引起投资者的注意，有些上市公司由于股本的扩张快于利润的增长，往往出现净利润继续增长但每股收益大幅度下降的情况，如用友软件（600588）2007 年年报披露实施每 10 股派 10 元现金股利、公积金每 10 股转增 10 股的预案，并在 2008 年 4 月实施。虽然 2008 年净利润总额比 2007 年增加了 9.7%，由于股本扩张了 1 倍，2008 年每股收益 0.85 元，比 2007 年每股收益 1.60 元下降了 47%。但是 2008 年的 18.94%的净资产收益率比 2007 年的 14.97%还是增加了不少，说明其股东权益的盈利能力是增加了。实际上，除了送红股、公积金转增股本外，配股、增发股份、认股权证行权、可转换公司债行权、股票期权行权等都要增加股本，如果净利润增加幅度低于股本扩张速度，则每股收益必定下降。所以，投资者利用每股收益选股时，要么考虑股本变化带来的影响，要么结合净资产收益率共同考虑。

目前，1600 多家上市公司的股票面值都是 1 元，所以不同企业每股收益可以互相比较。唯独紫金矿业（601899）例外，它的股票面值是 0.1 元，因为该股先在香港联合交易所上市，H 股的股票是每股面值 0.1 元，等到 2008 年 A 股 IPO 时，只能是 0.1 元面值，其 2008 年每股收益 0.22 元，2009 年 12 月 7 日股票收盘价 10.63 元，如果折合成每股面值 1 元的话，则它的每 1 元股票面值的收益为 2.2 元、股价为 106.3 元。

第二节　净资产收益率

净资产收益率，又叫股东权益报酬率（ROE）。其计算公式为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净资产收益率＝净利润÷净资产

净资产就是股东权益，等于资产总额减去负债总额，也等于股本加上公积金加上未分配利润。

净资产收益率是从股东角度考察企业自有资金（也是股东权益）的盈利能力，衡量股东投入资本的利用效率，所以该指标越高，说明股东投入带来的收益越高；净资产收益率越低，说明股东权益的获利能力越弱。

大幅度送股和公积金转增股本可能导致每股收益大幅度下降，导致出现绩优公司“变成”业绩平平企业的误判（如 2008 年的用友软件）。但对净资产收益率不会产生影响，因为送股就是减少未分配利润同时增加股本，股东权益总额不变；公积金转增股本，就是减少公积金同时增加股本，股东权益总额仍然不变。因此，越来越多的投资者在关心每股收益的同时，意识到净资产收益率可以弥补每股收益的不足，更加关注净资产收益率。

年报第三部分中的“报告期末前三年主要会计数据和财务指标”表格中披露了最近三年的净资产收益率。上面有“四个”名字相当啰唆、让人眼晕的净资产收益率：

一是全面摊薄净资产收益率。

二是加权平均净资产收益率。

三是扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率。

四是扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率。

其实，投资者如果了解其计算公式，就不难理解，全面摊薄净资产收益率与加权平均净资产收益率的差别就在分母：

全面摊薄净资产收益率＝净利润÷期末净资产

加权平均净资产收益率＝净利润÷加权平均净资产

其中，期末净资产是指会计报表期间最后一天的股东权益数额，年报就是每年 12 月 31 日那天的股东权益数额，季度报表就是每个季度末最后一天的股东权益数额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加权平均净资产是指因为报告期内因为股东权益变化而以时间为权数计算的加权平均值，如上市公司配股、增发、债转股、行使认股权证等而增加股东权益，回购股份或发放现金股利而减少股东权益。

一般而言，盈利企业的期末净资产往往要大于加权平均净资产，主要是因为不存在超大规模的股份回购和竭泽而渔式的现金分红，所以报告期内因股份增加和当期新增加的未分配利润导致股东权益增加数一般都要大于股份回购和现金分红的减少数。所以，加权平均净资产收益率要大于期末净资产收益率。例如，贵州茅台 2008 年全面摊薄净资产收益率为 33.79%，加权平均净资产收益率为 39.01%。

"扣除非经常性损益后的全面摊薄净资产收益率"与"全面摊薄净资产收益率"相比，就是计算公式的分子变化了，由净利润调整为扣除费经常性损益后的净利润，分母不变。同样，"扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率"与"加权平均净资产收益率"相比，也是计算公式的分子变化了，分母不变。例如，贵州茅台 2008 年的"扣除非经常性损益后的全面摊薄净资产收益率"为 33.82%，"扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率"为 39.04%。

上述"四个"净资产收益率中，能最客观地反映企业自有资金盈利能力的是"扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率"。

用净资产收益率考察、挑选上市公司，首先需要横向比较，其次进行纵向比较。横向比较是与其他上市公司比较，选出净资产收益率比较高的企业；纵向比较是与公司以前几年的净资产收益率对比，了解净资产收益率是增长了还是下降了或者比较稳定。按照沃伦·巴菲特的选股理论，只有净资产收益率比较高（不低于 20%）而且能稳定增长的企业才能进入其研究、投资范围。

沃伦·巴菲特在 1988 年投资 13 亿美元购买可口可乐股票之前，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研读了可口可乐公司 1996 年的年报，并分析了最近 10 年可口可乐公司净资产收益率的变化趋势。1978~1982 年，由于股票增发和大量未分配利润的存在，可口可乐公司的净资产收益率保持在 20% 左右。1983~1987 年，公司利润增加很快，加上大规模股本回购，净资产收益率迅速提高，在 1987 年达到了 31.8%。净资产收益率的大幅提高是沃伦·巴菲特大量投资可口可乐的一个重要因素。也正是可口可乐公司净资产收益率的稳定增长，股价不断上涨，到 2007 年年底，其 13 亿美元投资赢利 110 亿美元（见《巴菲特选股 10 招》第 106 页、第 145 页，刘建位，中信出版社）。

的确，净资产收益率比较高的企业，其股价上涨的潜力和幅度往往更大。2008 年《理财周报》曾经对净资产收益率与股价的关联度进行数据实证分析，得出如下结论：1998~2007 年年底，净资产收益率排在前 100 位的上市公司与后 100 位的公司（剔除负值）相比，两者股价涨幅存在着极大的差异。统计显示，过去 10 年，前者股价涨幅为 224%，而后者只有 151%，涨幅差距 1.48 倍。

从 2003 年年初到 2007 年年底，净资产收益率排名前 100 位的上市公司股价涨幅高达 1899%，而排在后 100 位的公司股价涨幅仅 160%，两者差距进一步拉大，达到 11.87 倍。

所以，投资者用净资产收益率选股，要选择净资产收益率高的企业，但不能选个别高得离谱的企业。以 2008 年年报数据为例，净资产收益率排名第一的 S*ST 生化（000403）高达 15990.18%，其主要原因是长期亏损，亏光了股东权益，2.11 亿元的股本，2007 年的股东权益总额居然是负数，每股净资产为-0.88 元。2008 年主营业务收入为 0，靠变卖企业获得近 3.46 亿元的非经常性损益，也让每股净资产由负转正，达到 0.01 元，致使净资产收益率奇高无比。另外，2008 年净资产收益率超过 100%的还有 5 家，其每股净资产也全部低于 1 元。

之所以出现这种情况，与净资产收益率的计算公式有关，企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期亏损后大幅度减少了股东权益，使计算公式的分母缩水，一旦企业通过重组或者获得非经常性收益大幅度增加利润，其后果就是净资产收益率特别高，但往往不可持续，S*ST 生化 2009 年第一季度净资产收益率立即变成-255.42%。

所以，投资者在寻找净资产收益率高的企业时，要看一下企业的每股净资产（就是股东权益除以股本），每股净资产低于 1 元面值的，坚决抛弃；每股净资产低于 2 元的，也没必要再深入研究了。只有净资产收益率高，而且每股净资产也比较高的企业，才是货真价实的好企业。

2008 年净资产收益率排名前 10 名的企业中，只有新和成（002001）属于每股净资产高（5.42 元）、每股收益高（4.08 元）、净资产收益率高（75.33%）的企业，也正是它的高品质，在 2008 年上半年上证指数由 5200 点暴跌到 3300 点时，新和成却由 32 元逆势上涨 60 元。

当然，净资产收益率低的企业坚决不予考虑，尤其是低于银行 1 年期存款利率的企业，股东之所以投资企业是希望获得至少比一年期银行存款利率高的收益。如果连这个最低要求都无法满足，那还不如直接拿钱存银行。2008 年 10 月份之前银行一年期整存整取的利率是 4.14%，10 月份之后是 3.6%，则 2008 年一年期平均存款利率是 4.05%，但年报显示，除了亏损的 283 家企业外，还有 348 家企业的净资产收益率居然低于 4.05%。

最后，还有一个问题，就是选择净资产收益率高的企业，多少才是高净资产收益率呢？首先，应该超过全部上市公司的平均净资产收益率，以下是最近 5 年全部上市公司净资产收益率平均值见表 7-3：

表 7-3　最近 5 年全部上市公司净资产收益率平均值

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
净资产收益率（%）	16.48	12.64	12.99	14.89	12.94

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，要再看一下净资产收益率的企业分布，如 2008 年净资产收益率高于全体上市公司平均值的有 367 家，高于 15%的有 269 家，高于全体上市公司平均值（12.94%）50%的有 146 家。限于投资者的时间和精力，投资者只要从高于 50%的 146 家中寻找合适投资机会就足够了。

第三节 毛利率

根据净资产收益率和每股收益的高低选择股票，其核心是考核企业赚取净利润的能力。依据“利润 = 收入 – 费用”的恒等式，利润高要么是收入增长要么是费用控制，但从长期经营情况来看，利润增加应该主要来源于销售收入的增加，而不仅是费用控制，削减费用很重要，对增加利润很有好处，但是，费用削减总有一个限度，所谓“钱是挣来的，不是省下来的”。由此，投资者在研究每股收益、净资产收益率的时候还要再深入一步去研究利润的增长来源，就是毛利率。

先看两个公式：

毛利 = 营业收入 – 营业成本

毛利率 =（营业收入 – 营业成本）÷ 营业收入 × 100%

=（1 – 营业成本/营业收入）× 100%

营业收入是指企业从事生产经营活动而获得的经济利益，如制造业企业的产品销售收入、商业企业的商品销售收入等；营业成本是指企业生产经营过程中发生的直接耗费，如原材料成本、生产车间的水电耗费、工人工薪、机器设备的折旧（机器设备一次性购置价格比较高，其购置成本需要在其服务受益期间分配，叫“折旧”）等，企业生产经营过程中还会发生的销售费用、管理费用、财务费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用（主要是银行贷款利息），不属于营业成本，而合称为期间费用，等到核算利润时再扣除，即：毛利－期间费用＝营业利润。

投资者可以在年报中找到营业收入和营业成本的数据，一般放在“合并利润表”附注中，如贵州茅台 2008 年年报第 58 页就有见表 7–4 和表 7–5。

表 7–4 主营业务（分行业）

（单位：元 币种：人民币）

行业名称	本期数		上年同期数	
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本
酒类	8241631163.54	799658545.04	7237302489.18	871444339.26
合计	8241631163.54	799658545.04	7237302489.18	871444339.26

表 7–5 主营业务（分产品）

（单位：元 币种：人民币）

产品名称	本期数		上年同期数	
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本
高度茅台酒	6693096746.22	518583583.32	5651867638.11	561456149.00
低度茅台酒	1074250868.67	102989350.77	1049777786.30	115324172.73
其他系列酒	474283548.65	178085610.95	535657064.77	194664017.53
合计	8241631163.54	799658545.04	7.237302489.18	871444339.26

由此，可以计算贵州茅台 2008 年和 2007 年的毛利率：

2008 年毛利率 ＝(1－799713319.24÷8241685564.11)×100%＝90.30%

2007 年毛利率 ＝(1－871643568.33÷7237430747.12)×100%＝87.96%

除了可以计算企业总的毛利率外，还可以计算分产品的毛利率，如高度茅台酒的毛利率为 92.25%，低度茅台酒的毛利率为 90.41%，而其他系列酒的毛利率为 62.45%。说明高度茅台酒的毛利率最高，而其他系列酒的毛利率最低。

毛利率能直观地反映产品的盈利能力，是反映一个产品或一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业获利能力的最好数据，也是判断企业核心竞争力的主要标志。一家企业的毛利率高，要么是销售价格高，要么是营业成本低，或者两者兼有。销售价格较高，消费者也愿意接受，代表这家企业的产品或服务深受消费者欢迎，其产品和服务可能独特的竞争优势；营业成本低，代表企业控制成本的能力强。因此，毛利率越高，产品盈利能力越强，企业的竞争力越强。毛利率越低，产品的盈利能力就越低，产品价格的抗冲击能力（无论是原材料采购还是产品销售）就越弱。

毛利率的变化对企业净利润的影响非常大。假如各项指标完全相同的两家企业 A 公司和 B 公司，2008 年营业收入都是 100 万元，毛利率都是 45%，期间费用都是 30 万元，则两家公司 2008 年的净利润都是（不考虑营业税、所得税）：

100×45%－30＝15 万元

假设 2009 年两家企业的营业收入仍然是 100 万元，期间费用仍然是 30 万元，但是，A 公司 2009 年因为原材料采购成本的下降导致毛利率上升到 50%，而 B 公司 2009 年的毛利率与 2008 年相比没有任何变化，则 A 公司的净利润为：

100×50%－30＝20 万元

而 B 公司的净利润仍为：

100×45%－30＝15 万元

也就是说，A 公司毛利率增长了 11%，但净利润增长了 33%，利润实现了杠杆式的增长。毛利率的小幅度上涨之所以会引起净利润的大幅上涨，主要的原因是毛利率的增长一般对期间费用的影响非常小，或者说企业的期间费用基本上不会随着毛利率的变化而变化，所以毛利率的变化对企业净利润的影响非常大。

投资者在评估、选择上市公司的时候，除了关注毛利率本身的高低，还要研究毛利率的增长情况。毛利率的升降变化，可能导致证券公司对其评价的质变。2008 年 3 月份，在海外上市的“空中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

网”毛利率下降，世界顶级投资银行高盛公司发布研究报告将其评级降低至“中性”。尽管2007年第四季度“空中网”的营业收入超过高盛的预期，但毛利率却由第三季度的52%下降至第四季度的48%，由此，高盛调低了“空中网”2008年的每股收益及其估值（见腾讯科技2008年3月11日，编译者：郑明）。

另外，不同行业的毛利率之间缺乏可比性，因为行业性质决定了毛利率的差距，只有同行业企业之间的毛利率才有可比性。据统计，2009年上半年毛利率最高的是餐饮旅游行业，行业平均水平为42.56%，而钢铁行业的平均毛利率只有5.28%，差距8倍；而同期所有上市公司平均毛利率为23.42%（2009年9月5日《第一财经日报》，作者：刘雪峰）。

2009年前三个季度，毛利率排名前10位的个股分别是：久其软件（93.76%）、贵州茅台（90.48%）、生意宝（90.05%）、重庆路桥（88.93%）、恒瑞医药（84.05%）、用友软件（83.52%）、ST东海（83.38%）、双鹭药业（83.28%）、丽江旅游（82.74%）、陆家嘴（82.69%）。前10名中3家IT类，2家旅游类，2家医药类，酿酒类、收费路桥类、房地产行业中的土地批租类各1家。若将统计范围扩大到前50位，前四名行业的分别是：医药行业共12家、IT行业9家、食品酿酒行业8家、交通运输行业6家。

一般而言，高科技行业的毛利率比普通产业的毛利率高，新兴产业的毛利率比传统产业、夕阳产业的毛利率高，垄断行业的毛利率比没有进入门槛的行业要高；相对于同类产品，新开发的产品毛利率比原有老产品的毛利率高。

就一个行业而言，如果整个行业毛利率很高（暴利），往往是因为这个行业准入门槛较高，核心技术（如生物医药、IT行业）或品牌因素（如贵州茅台）妨碍了其他竞争者的进入，另外还有一些地域性的、自然垄断的行业，如收费路桥、收费景区等。而一个行业毛利率低，如钢铁行业，是因为市场竞争充分、钢铁产品售价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争激烈，而占营业成本比重最大的原材料——铁矿石大量依赖进口，偏偏世界铁矿石又被三大矿业巨头垄断而价格连年暴涨，后果是最近几年国内钢铁行业毛利率呈下降趋势，2003 年上半年毛利率最低的行业是建筑业（9.62%）和批发零售贸易（9.67%），还不是钢铁行业。

周期性行业（如房地产、化工、建材等）的毛利率变化会比较大，经济景气时毛利率提高，萧条时毛利率降低。但房地产行业还有一些特殊情况，因为房地产销售收入结算要比房屋楼花销售滞后 2 年左右，2006 年、2007 年的高价销售项目在 2008 年逐步竣工并结转为收入，导致 2008 年毛利率上升，达到 38.62%，比 2007 年上升了四个百分点。其他周期性行业就没有这种滞后两年才体现的情况。

鉴于不同行业毛利率的不可比性，选择投资的企业时，只要选择同行业内毛利率高的企业就可以，不要因为该行业整体毛利率低而放弃。最好的例子就是商业零售行业，毛利率一直不高。苏宁电器 2004~2008 年毛利率分别为 9.02%、9.67%、14.88%、14.46%、17.16%，2009 年前三季度的毛利率也只有 17.17%，虽然在该行业中毛利率名列前茅，但低于全部上市公司的平均毛利率，要知道苏宁电器上市 5 年来股价上涨了近 1000 倍，如果因为商业零售行业毛利率低而整体放弃，也就是放弃了苏宁电器近 1000 倍的挣钱机会。

选择行业内毛利率高的企业，有两个好处：①毛利率高，同样的销售额净赚钱更多；②行业不景气时可以大幅降价促销，毛利率高照样能赚钱（无非少赚点），而毛利率低的企业就很难受了，降价可能亏损扩大，不肯降价产品难销照样亏损。

而且，毛利率保持增长至少是基本稳定。投资者需要比较连续几年的毛利率，才能做出判断。毛利率稳定增长，说明上市公司的产品有持续的市场竞争力；如果毛利率忽上忽下，大幅度波动，说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明企业生产的产品毛利率很不稳定，背后是产品市场竞争力的不稳定，有没有持续的竞争力值得怀疑。

第四节　综合筛选绩优股案例

贵州茅台（600519）就符合上述的选股限制性条件，具体见表 7-6：

表 7-6　贵州茅台的选股限制性条件

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年前三季
每股收益（元）	2.45	1.64	3.00	4.03	4.01，酒类行业排名第一
净资产收益率（%）	22.19	25.48	34.38	33.79	27.17，酒类行业排名第四
毛利率（%）	82.52	83.84	87.96	90.30	90.48，酒类行业排名第一

注：2005 年年报预案"每 10 股派 3 元、公积金转增 10 股"，2006 年 5 月 19 日实施，股本扩张 1 倍。

选股的限制性条件如下：

1. 每股收益超过市场平均水平 1 倍而且连续增长

贵州茅台最近三年（2006 年、2007 年、2008 年）的每股收益分别是市场平均水平的 5.47 倍、6.98 倍、11.96 倍，2009 年前三季度每股收益是市场平均水平的 13.37 倍，而且在酒类行业内排名第一（2006~2009 年前三季度的市场平均每股收益分别是：0.31 元、0.43 元、0.337 元、0.30 元）。

再看每股收益的增长率，考虑到 2005 年公积金 10 转增 10 股导致股本扩大一倍，进行复权处理后，2005~2008 年复权后的每股收益应该是 2.45 元、3.28 元、6.00 元、8.06 元，分别比上年增加了 33.88%、82.93%、34.33%，2009 年前三季度的每股收益已接近 2008 年全年的每股收益，大幅度增长已成定局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后比较一下，贵州茅台最近三年每股收益与市场平均水平的比值（这个数据不要复权处理，因为市场上其他公司也有高比例送配导致每股收益下调的情况，不只是贵州茅台一家）。这个比值也在增长，说明贵州茅台每股收益的增长幅度明显高于市场平均水平的增长幅度，而且优势还在扩大。

2. 净资产收益率高于市场平均水平 50%且连续增长至少是基本稳定

贵州茅台最近三年（2006~2008 年）的净资产收益率分别为 25.48%、34.38%、33.79%，而同期市场平均净资产收益率分别是 12.99%、14.89%、12.94%，则贵州茅台分别比市场平均水平高 96%、131%、161%，完全符合高于市场平均水平 50%的选股标准。

再看增长情况，首先要看贵州茅台自身净资产收益率的增长情况，2006~2008 年分别比上年增长了 15%、35%、-1.7%，2008 年净资产收益率略有下降的主要原因是净资产（历年滚存的未分配利润数额太大）增加幅度（36.58%）大于净利润增加幅度（34.22%），但属于基本稳定。其次研究贵州茅台的净资产收益率与市场平均水平比值的增长情况，从最近三年的比值 196%、231%、261%，说明与市场平均水平相比的优势还在扩大。符合净资产收益率选股条件。

3. 毛利率增长情况及在行业内排名

2005~2009 年第三季度，贵州茅台的一直在不断增长。在酒类行业的 27 家上市公司（截至 2009 年 12 月 23 日）毛利率排名第一，而且最近几年一直在同行中排名第一，比同行平均水平要高 25%以上。

截止到 2009 年第三季度，全部 1600 多家上市公司，贵州茅台的毛利率排名第二，仅次于久其软件，而后者所处的 IT 行业本身毛利率极高。

毛利率情况也符合选股标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三项限制性条件全部满足，则贵州茅台进入投资股票池。

用财务指标选股，首先划定每股收益比市场平均水平高一倍以上的企业，同时圈定净资产收益率比市场平均水平高50%的企业，而且要求毛利率在其所处细分行业中名列前茅的企业，同时符合这三个条件的就进入下一步研究范围；再从中挑选出每股收益、净资产收益率、毛利率最近三年均连续增长至少基本稳定的股票（计算每股收益增长率可对送股、转增股进行复权），方可入选投资股票池。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　股票估值与选择投资时机的方法



第一节　选择投资时机的方法

选定拟投资的股票池以后，接下来的工作就是选择合适的买入时机。

不同时间买入同一个股票的价格不同，其投资收益也大不相同，尤其国内股息率（现金股利/股票价格）非常低的情况下，买入价格、买入时机的选择极为重要。

以贵州茅台为例，如果投资者花费 230000 元人民币，在 2008 年 1 月 15 日以 230 元的价格买入 1000 股（为计算方便，不考虑印花税及交易佣金等），一直持有，中途分得现金股利 752.4 元（2007 年分红方案每 10 股派 8.36 元，扣税后投资者实得每 10 股 7.524 元），到 2008 年 12 月 31 日，贵州茅台收盘股价 108.70 元，投资者账面净亏损 120000 元以上，投资收益为-52%。

如果投资者在 2008 年 11 月 7 日花费 230000 元，以 85 元的价格买入，可以买 2705 股，一直持有到 2008 年 10 月 9 日当日收盘价 159.89 元，期间享受 2008 年分红所得 2814.28 元（每 10 股分红

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.56 元，税后实际所得 10.404 元），账面盈利加上现金分红合计超过 205000 元，投资收益为 89%。

同样的绩优股贵州茅台、同样的投资额、同样的持股时间（都是 11 个半月），但是买入时机不同、买入的价格不同，一个亏了 52%，另一个赚了 89%，可见买入价格、买入时机的重要性。

如何确定股票安全的买入价格并最终获得赢利是所有投资者必须面对的难题。常用的办法有以下三种：

一、数量投资方法

其核心是参照历史数据建立计算机模型，并将投资理念、策略通过具体指标、参数的设计，体现到计算机模型中，让计算机模型对市场进行不带任何情绪的跟踪，寻找投资机会。它不是通过“信息和个人判断”来进行投资、管理资产，而是遵循固定规则，由计算机模型产生投资决策并以此为依据买入或卖出股票。

相对于传统投资方式来说，数量投资具有快速高效、客观理性、收益与风险平衡、个股与投资组合平衡四大特点。

1979 年，以巴克莱全球投资（Barclays Global Investor）成立了第一支数量投资基金（Quantitative & Active）为标志，数量投资由个别数理专家的个人草根实践走上了基金的大舞台。

据媒体报道，数量投资的标志性人物西蒙斯（Simons）管理的大奖章基金在过去 20 年中年平均收益率大约为 35%，尤其是其 2008 年的回报率是正的 80%，超过了沃伦·巴菲特。西蒙斯是一位数学家，从 1982 年开始，才涉足投资界，1985 年成立大奖章基金，其业绩足以证明数量投资的威力。

根据 Bloomberg 的数据，截至 2008 年年底，美国 1184 只数量化基金管理的总资产高达 1848 亿美元，相比 1998 年 21 只数量化基金管理的 80 亿美元资产来说，10 年间平均增长速度高达 20%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而同期非数量化基金的年增长速度仅为 8%。

但是，对于普通投资者而言，不可能进行数量投资，因为建立计算机模式需要庞大的数据，而且需要不断地对模型进行修正、不断地更新数据，需要相当高的专业知识和巨大的工作量，这个工作是普通投资者个人不可能完成的。

近年来，中国大陆个别基金公司引进了国外数量投资人才，开始做数量投资的尝试。2003 年，国内第一只数量投资基金——光大保德信量化核心投资基金问世，2009 年嘉实基金、中海基金等也推出了数量投资基金，相对于庞大的非数量投资基金，几乎微不足道，属于数量投资的起步阶段。

二、基本分析方法

它又称基本面分析方法，就是通过对宏观经济、行业发展情况、企业业绩及发展前景等研究，判断股票内在价值的一种证券投资分析方法。其核心是：认为股票具有“内在价值”，股价波动最终取决于“内在价值”，所以基本分析的重点是运用证券估值方法（如市盈率法、市净率法、现金流量折现法等）对股票进行估值，确定其“内在价值”，然后寻找市场价格低于“内在价值”的股票，并以此为依据进行投资。

基本分析方法认为：一旦股票的市场价格明显低于其“内在价值”，就进入了投资价值的区域；股票的市场价格明显高于其“内在价值”，就丧失了投资价值，应该卖掉了。而且，股价还有底部和顶部，如同商品。一般来说，当某种产品的价格已经低到整个行业都无利可图的时候，这就是底部，因为这种产品将失去供应；除非这个行业已经在社会上没有存在的价值了或者这个产品被其他新的功能更完备的产品取代，如手机取代寻呼机。当某种产品价格高到没有消费的时候，这就是顶部。商品如此，金融产品如股票也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此。用一句话概括就是“评估价值，低买高卖”。

基本分析方法是世界上最主要的证券投资分析方法，机构投资者一般采用基本分析方法进行投资决策。

沃伦·巴菲特投资中国石油 H 股的案例就是典型的基本分析方法。2003 年上半年，在香港联合证券交易所上市交易的中国石油 H 股（0.857HK）的股价只有 2 港元左右，总市值约 370 亿美元，而 2002 年的每股收益为 0.4 港元，每股净资产为 2 港元，也就是说静态市盈率只有 5 倍，市净率（股价÷每股净资产）只有 1 倍，巴菲特通过研读中国石油 2002 年、2003 年的年报，认为中国石油明显被低估，他估算中国石油的内在价值应该是 1000 亿美元。

于是，巴菲特动用 4.88 亿美元买入了约 22.48 亿股中国石油 H 股，成为中国石油的第三大股东。2007 年 7~10 月，他把持有的中国石油股票全部卖掉，获利 30 多亿美元。平均卖价约在 12~13 元，按照中国石油 2007 年每股收益 0.75 元、每股净资产 3.7 元估算，其出售时的动态市盈率为 16~17 倍，市净率为 3.2~3.5 倍。事后，巴菲特解释抛股原因：中国石油的市值已经达到 2750 亿美元，大大超过他估算的 1000 亿美元的价值。

股票估值问题，是基本面分析的核心。常用的估值方法可分为相对估值法和绝对估值法，相对估值法有市盈率法、PEG 法和市净率法等，绝对估值法有现金流量折现法（DCF）、重估净资产法（RNAV）等。对一个企业估值时，可采用适合该企业估值的多种相对估值法，最好再用一种绝对估值法（如 DCF），综合估值，这样效果更好。本章的重点将讲述这些估值方法及其应用。

三、技术分析方法

技术分析方法是根据证券交易的价格、成交量等数据，运用统计分析和图形分析的技巧，预测、推断股价未来变动方向（涨或跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或盘整）及其变动程度的分析方法。依据统计分析技术设计的一些技术指标和参数是技术分析的重要手段，如 MACD、BOLL、OBV、RSI、KDJ、宝塔线等很多种类；技术分析还把价格、数量等数据用图形表示，以及建立在图形基础之上的 K 线理论、波浪理论、形态理论等分析手段，很直观。

技术分析是建立在三大假设基础上的：

（1）市场的任何变化总是反映在现在的价格水平上，就是说，股票价格是完全取决于股票的供应量（包括新发行上市的股票和持股者卖出的数量）和投资者买入股票的需求，如果股票的供应量超过投资者的买入需求，则股价下跌，反之亦然。因此，无论什么原因如金融危机、地震、半夜调高印花税等影响股票供应量和需求的事件，都要推动股价变化。

（2）价格沿趋势移动，只有当股票的供应量和需求之间关系变化时，股价的变化趋势才会反转，这是图形预测的基础。

（3）历史事件往往会重复发生，从心理学角度来看，投资者每次在相同的市场条件下会做出同样的决策。

技术分析流行的说法：市场永远是正确的，投资者只需要跟踪市场的趋势，就可以获得利润。永远不要去预测顶部和预测底部，相对的顶部和底部是可以通过技术指标确认的。投资者要严格遵守交易规则尤其是学会止损，该止损时就坚决止损，一般不会被深度套牢。用一句话概括就是“追逐趋势，追涨杀跌”。

技术分析方法对投资很有帮助，投资者可以通过各种各样的技术指标和图形对大盘指数和个股的变化趋势、买卖点位进行分析、判断，既适用于短线操作，也可以进行中长线投资。如果技术分析能结合基本面分析，效果会更好。举个例子说明技术分析的作用，如图 8–1 所示。

图 8–1 中竖线处是 2009 年 12 月 23 日，该日出现“三金叉”技术现象，即 5 日均线自下而上穿越 10 日均线，5 日交易量均值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

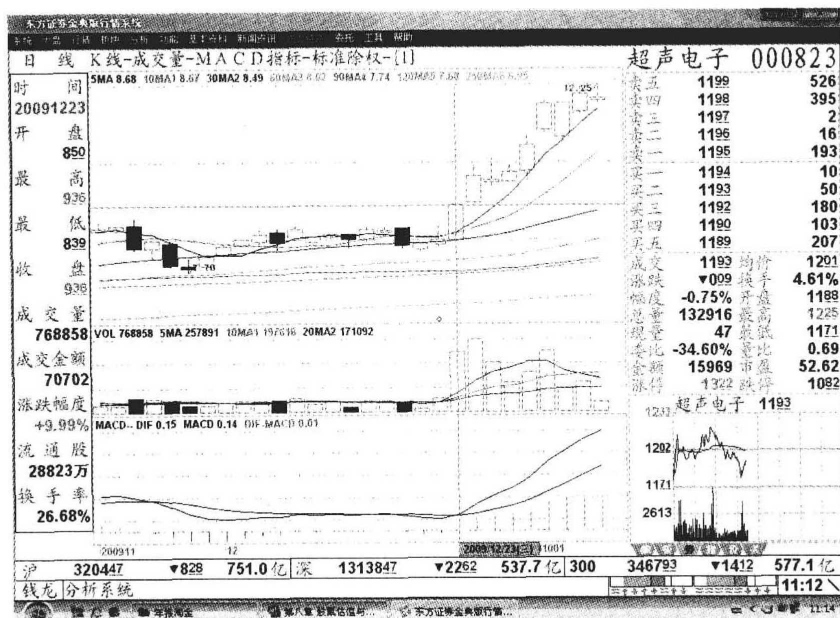


图 8–1 “三金叉”技术现象

自下而上穿越 10 日交易均量，DIF 线自下而上穿越 MACD 线；而且，股价均线呈全面多头排列，MACD 和 DIF 都在 0 轴线上方。表明超声电子（000823）还有上涨可能，实际上在之后的 7 个交易日股价涨了 30%多。类似“三金叉”之类的看盘技术，投资者不妨学了试一试，应该会有收获。

第二节 股票估值方法之一——相对估值法

公司估值方法是上市公司基本面分析的重要利器，在“基本面决定价值，价值决定价格”基本逻辑下，通过估值方法得出企业的内在价值，比较公司内在价值与市场价格的差异，从而指导投资者具体投资行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对估值法的含义就是：一家公司的价值确定与市场上其他同类型的企业的价值如何确定有关。使用相对估值法需要与市场类似企业相对比、与所处行业的平均估值水平相对比、与公司自己历史上的估值水平相对比，才有意义。

常用的相对估值法有：市盈率法、PEG 法和市净率法，相对估值法的共同特点是采用乘数方法，相对比较简便，投资者容易掌握、使用。需要强调的是，每一种相对估值法都有其一定的应用范围，并不是适用于所有类型的上市公司，但证券专业研究人员将整个市场作为一个“公司”用每一种相对估值法来判断市场风险程度则另当别论。

一、市盈率法

1. 市盈率的计算

计算公式如下：市盈率＝股价÷每股收益

市盈率的英语表述为 Price-earnings Ratio，缩写为 PE 或者 P/E，即股价（Price）除以每股收益（Earnings Per Share，EPS）。

为了便于投资者记忆，对市盈率的名称做个解释：市盈率中的“市”指的是市价，就是股票的市场价格；“盈”就是指每股收益（又叫每股盈利）；“率”就是比率。

打个比方，2009 年 12 月 24 日，贵州茅台股票收盘价 172.55 元，2008 年每股收益是 4.03 元，则每股收益就是 42.82 倍（172.55/4.03）。

市盈率的基本含义就是：按现在的价格买入、如果企业未来的收益基本稳定、回收投资的时间。对于以 172.55 元买入贵州茅台的投资者，需要等 42.82 年的时间才能收入全部投资。

如果有别的投资者在 2009 年 6 月 1 日以 115 元的价格买入贵州茅台，则他购买时的市盈率只有 28.54 倍（115/4.03）。也就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，该投资者只需 28.54 年就能收回全部投资。

对投资者而言，市盈率越低，则收回投资的时间越短，说明投资越是成功；反之，市盈率越高，则收回投资的时间越长，投资效率就越差。所以，市盈率相对低的股票，投资价值更大；投资者选股一定要选市盈率相对低的股票，这是安全投资的基本法则。

2. 三个市盈率

因为分母（每股收益）选择的数据不同，市盈率又可以分为三种。

1） 静态市盈率。

计算公式为：静态市盈率＝股价÷上一个报告期的每股收益

如 2009 年计算市盈率时采用了年报披露的 2008 年每股收益，贵州茅台 2009 年 12 月 24 日的静态市盈率就是 42.82 倍。

2） 动态市盈率。

计算公式为：动态市盈率 ＝ 股价 ÷ 当期或以后的每股收益预测值

如 2009 年贵州茅台预测每股收益 5.16 元，则 2009 年 12 月 24 日的动态市盈率就是 33.44 倍（172.55/5.16）。

对于每股收益大幅度增长的企业，其动态市盈率肯定低于静态市盈率，尤其是每股收益爆发式增长的企业，如 2006 年的泸州老窖，2006 年 4 月份披露 2005 年年报（每股收益 0.05 元，2003~2005 年连续三年都是 0.05 元）时股价 6 元左右，如果计算静态市盈率则高达 120 倍（6/0.05），而证券研究机构对泸州老窖 2006 年每股收益的预测值是 0.36 元左右，则动态市盈率只有 16.67 倍，动态市盈率只有静态市盈率的 7.2%。

3） 滚动市盈率，又称 TTM 市盈率，TTM 就是英语 Trailing Twelve Months（最近 12 个月）的缩写，计算公式为：

滚动市盈率 ＝股价÷滚动每股收益

滚动每股收益就是把最近四个季度每股收益的加总，2009 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12 月 24 日贵州茅台的滚动每股收益就是 2009 年前三季度的每股收益（4.01 元）加上 2008 年第四季度的每股收益（0.70 元），则滚动市盈率等于 36.63 倍（172.55/4.71）。

三种市盈率如何使用，在什么时间使用，没有明确的界限。习惯上，预测股价、对股价估值时一般采用动态市盈率。判断持股风险时，则有所区别，年初可采用静态市盈率，下半年，习惯采用动态市盈率或者滚动市盈率。

3. 市盈率估值法

又称 PE 法或 P/E 法，这是世界上最常用的估值方法。其计算公式如下（把市盈率计算公式略作转换）：

股价 = 市盈率 × 每股收益（预测的每股收益）

在这里，市盈率一般采用企业所在细分行业的平均市盈率，如果是行业内的龙头企业，还可以比行业平均市盈率提高 5%~10%的溢价。比如，贵州茅台是酒类行业，但酒类行业中又细分为白酒、黄酒、葡萄酒和啤酒四个细分子类，则采用估值的市盈率应该是白酒行业的平均收益率，考虑到贵州茅台是白酒行业的龙头老大，可对其市盈率再提高 5%~10%。

预测的每股收益，大智慧证券分析行情的 F10 里面会有多家证券公司的预测数值，可以参考。如果是年初做估值分析，可以用当年的每股收益预测数；如果是下半年尤其是第四季度做估值预测，建议采用下一个年度的每股收益预测值。

比如，2009 年 12 月贵州茅台宣布提价后，券商对其进行估值。

申银万国的研究人员撰写的研究报告：2010 年预估每股收益 6.872 元，对应 30~35 倍的市盈率，贵州茅台的估值应该在 206~240 元，还有 20%~40%的上涨空间。

海通证券的研究人员撰写的研究报告：2010 年预估每股收益 6.38 元，对应 31 倍的市盈率，贵州茅台的目标价 200 元。

市盈率估值法适用于绝大多数公司的估值，但亏损企业的估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不能用市盈率法，原因很简单，市盈率无法计算。还有银行、房地产和周期性比较强的行业（如钢铁、化工等）尽管可以用市盈率估值，研究人员也使用市盈率估值，但最好采用其他合适的估值办法（下面章节会讲到）。

用市盈率估值法可以评判个股和整个证券市场的风险。

判断整个证券市场风险程度的市盈率来源有两个。

一个一年期无风险收益率的倒数，国外习惯采用 1 年期国债利率，中国可以采用 1 年期银行存款利率。2009 年 1 年期银行存款利率为 2.25%，则市场基准市盈率是 1 ÷ 2.25% = 44.44 倍。如果整个市场的市盈率明显超过这个市场基准市盈率，则表明市场风险的存在。

另一个来源是历史上的市盈率数据，自 1996 年上交所上市公司大规模扩容至今，静态市盈率的区间为 15~71 倍，历史经验显示：低于 20 倍市盈率属于安全投资区域，高于 60 倍的风险就很大了。

至于个股风险判断，只能是动态地判断，因为作为分子的股价天天在波动，市盈率也是随之天天变化。投资者可以用市盈率这个指标，与同行业的其他公司的市盈率比较、与本公司历史上的市盈率数据相比较，是否被高估了，还是仍有投资价值，看看同行业的个股中哪个股票投资价值更大些。不同行业的市盈率是不一样的。

二、PEG 法

前面讲述的用市盈率法评估股票的价值，往往遇到一些极端情况，许多股票远高于股市平均市盈率水平，有的甚至高达上百倍的市盈率（因为市场看好它们未来的高成长性），但就是无法用市盈率法来解释，市盈率的可操作性就有了局限。如果将市盈率和公司业绩成长性相对比，那些超高市盈率的股票看上去就有合理的解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

释，投资者也就不会觉得风险太大了，这就是 PEG 估值法（PE/Growth）。

PEG 估值法就是市盈率相对企业利润增长的比例，它是市盈率估值法的改进型方法，它弥补了市盈率法没有考虑企业未来成长性的不足。其计算公式为：

PEG = P/E ÷ G = 市盈率 ÷ 未来三年利润复合增长率

比如，2009 年 3 月 8 日，A、B 两企业的股价都是 18 元。A 企业 2008 年每股收益 0.4 元，预计未来三年利润复合增长率 50%。B 企业 2008 年每股收益 0.7 元，预计未来三年利润复合增长率 10%，未来三年的利润情况见表 8-1。

A 企业的 PEG = 18 ÷ 0.4 ÷ 50(%) = 0.9

B 企业的 PEG = 18 ÷ 0.7 ÷ 10(%) = 2.57

表 8-1 未来三年 A、B 两企业的利润情况

企业	2009 年每股收益	2010 年每股收益	2011 年每股收益
A	0.6 元 [=0.4×(1+50%)]	0.9	1.35
B	0.77 元 [=0.7×(1+10%)]	0.847	0.9317

如果未来增长率预估准确的话，到了 2010 年，A 企业的每股收益就已经超过 B 企业，所以，最晚到 2010 年，A 企业股价肯定超过 B 企业——当然投资 A 企业更安全了。所以，虽然 A 企业股票目前市盈率较高，有 45 倍（18/0.4），高于 B 企业 25.7 倍（18/0.7），但它的 PEG 只有 0.9，低于 B 企业（PEG 为 2.57），说明 PEG 越低越安全。

这样，用 PEG 法就可以解释证券市场上许多“奇怪”的现象，比如一家基本面很好的公司估值水平却很低，而另一家目前业绩平平的公司股价却很高，而且其股价还在继续上涨，背后的原因就是这两家公司的业绩成长性不同。前者虽然属于绩优公司，但可能已经失去了成长性或者成长缓慢，用 PEG 来衡量可能已经不便宜，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者不再愿意给予更高的估值。后者虽然目前盈利水平一般，但未来业绩具有很高的成长性，只要公司能不断实现预期的业绩增长，其高估值水平就能保持，甚至还能提升。股价最终都要由公司的成长性预期来决定，由将来能够实现的利润所决定。对高成长的公司就该出更高的价钱，低成长性的公司就只能匹配低价，PEG法很好地反映了这一投资理念。

据说，PEG 法是由英国著名的投资专家吉姆·史莱特（Jim Slater）根据其用市盈率/利润增长率比值选股、投资获得巨大成功后创立的。国内投资者接触 PEG 法，主要来自美国著名的基金经理彼得·林奇 2000 年修订再版的《彼得·林奇的成功投资》（*One Up On Wall Street*）一书中的介绍。

PEG 法普遍用于评估中国、印度等新兴市场的股票（企业利润的增长率往往很高），也适用于所有业绩高增长率的股票，如 IT 行业。不适用亏损企业，也不适用于周期性很强的行业和企业。

按照彼得·林奇的解释，当 PEG = 1 时，这个股票被认为估值得当；PEG < 1 时，这个股票被低估了；PEG > 1 时，这个股票则被认为估值过高。就是说，选择股票时 PEG 越小越好、越安全。

当然，PEG 法作为一种相对估值方法，必须与同行业其他企业对比才有意义，与公司自己历史上的 PEG 数据对比才有意义。投资者不能只看公司自身的 PEG 来确认它是高估还是低估，要进行适当的比较才有价值。例如，某公司股票的 PEG 为 1.2，而同行业其他类似企业的 PEG 都在 1.5 以上，则该公司的 PEG 虽然已经高于 1，但其价值仍被相对低估了。

运用 PEG 法的关键是对公司未来业绩的预估。由于 PEG 法需要对未来至少 3 年的业绩增长情况作出判断，大大提高了准确判断的难度。对普通投资者而言，这是不可能做到的事情，所以只能借鉴证券公司的研究成果，大智慧证券行情分析系统 F10 里面就有企业未来三年每股收益预测数据，由多家证券公司提供的预测数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据，可以采用。投资者只有获得未来三年比较准确的业绩预测数据，PEG 的使用效果才会体现出来。如果只用未来 12 个月的盈利预测数据计算 PEG，使用效果就大打折扣，个别的甚至起误导作用。

三、市净率法

市净率又称 PB 或者 P/B，就是上市公司股票价格相对于每股净资产的倍率。其计算公式为：

市净率＝股价÷最近一期的每股净资产

每股净资产又称每股账面值（Book Value Per Share），上市公司年报第三部分“会计数据与业务数据摘要”中的第三张表格中的最后一行数据就是“归属于上市公司股东的每股净资产”。

例如，宝钢股份（600019）2008 年 11 月 4 日收盘价 4.32 元，当年三季度报表披露每股净资产 5.6 元，市净率为 0.77 倍（4.32/5.6）；同日，贵州茅台（600519）收盘价 89.82 元，三季度报表披露每股净资产 11.22 元，则市净率为 8 倍（89.82/11.22）。

市净率估值法又称 PB 法或 P/B 法，就是利用市净率对企业进行估值——根据企业净资产值的倍数来确定股票价值。计算公式就是市净率计算公式的转换：

股价＝市净率×最近一期的每股净资产

例如，某上市公司每股净资产 4.8 元，该公司所在行业的平均市净率为 2.5 倍，则按市净率估算，该公司股票的价值为 12 元（4.8×2.5）。

市净率估值法是全球证券市场最常用的股票定价法之一，仅次于市盈率法。证券研究人员尤其在熊市期间偏好市净率估值法，因为熊市里注重安全性，注重风险控制，牛市里注重想象力。所以，牛市选股推崇市盈率，熊市选股偏爱市净率——这几乎是百年不变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的市场定律。

市净率估值法比较适用于净资产规模大而且比较稳定的企业，包括利润波动幅度比较大的周期性行业（如钢铁、煤炭、建材、纺织等）、资产规模比较大的公用事业类、银行、保险等；不太适用于资产规模较小但依赖人力智力资源较多的咨询服务业、账面资产贬值很快的 IT 类企业。

一般而言，市净率越低，表明投资越安全；市净率越高，表明投资风险越大。那么市净率多少倍数才算高、多少倍数才算低呢？

市净率估值法作为相对估值法的一种，需要与参照物对比才能发挥作用。

第一，要考虑整个市场的市净率是否高估或低估，因为绝大多数企业的股价是跟随大盘而波动。

最近几年，中国大陆证券市场的市净率区间为：2005 年熊市大底的 6 月 3 日指数收盘值为 1013 点，以最近一期财务指标衡量的全部 A 股市净率水平为 1.61 倍，有 207 家上市公司市净率低于 1，占当时全部上市公司总数的 15%左右。2007 年 10 月上证指数最高点 6124 点时，市净率约 6.82 倍，这是全世界主要证券市场历史上最高的市净率（1989 年日本经济泡沫顶峰、日经指数创下 38900 点时的市净率也只有 5 倍多）。

2008 年 11 月初的市净率只有 1.9 倍左右、超过 14%的上市公司（有 200 多家）的市净率跌破 1，之后就止跌反弹至 2009 年夏天。

从经验数据判断，如果中国大陆股市的市净率低于 2 倍、有 15%左右的上市公司市净率低于 1 时，应该属于相对比较安全的投资区域。

第二，要记住，不同行业的市净率是有区别的，一般而言，周期性比较强的行业如钢铁、有色金属、化工、纺织等市净率一般比较低，熊市期间，周期性企业的股价往往跌破每股净资产，即市净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率低于 1 倍。例如，2007 年 10 月份上证指数 6124 点时，宝钢股份的市净率也只有 4.2 倍，2008 年 11 月的市净率只有 0.77 倍。这不是中国特色，全世界都是如此，比如在美国，消费类的股票（如可口可乐，宝洁等），因为基本不受经济周期的影响，一般的市盈率是 15~20 倍，市净率一般在 2~3 倍；而钢铁、有色金属这些明显受经济周期影响的公司的股票，一般是 10 倍市盈率和 1 倍左右的市净率。

第三，与同行业其他公司市净率相对比、与企业自己的历史上的市净率数值区间对比。例如 A 公司的市净率为 1.1 倍，而同期所处行业平均市净率为 1.7 倍，说明与同行业其他企业相比，A 公司的市净率偏低，相对较安全；另外，历史上 A 公司的市净率区间为 1.2~3.1 倍，说明 A 公司的市净率估值已经创新低，如果最近几年公司基本面没有大的变化，则表明 A 公司已经进入了投资安全区域，可以择机投资。

对于市净率低于 1 倍即股价跌破每股净资产的个股，应该说投资安全性相对要高一些、风险相对要小一些，在行情启动之时，这些股票往往具有较好的价值回归动力。但是，并非每个跌破净资产的股票都有投资价值，具体情况还得具体分析，投资者要对上市公司年报仔细研究，了解其是否已经停止营业、其主要生产线或主要产品已经过时、有哪些不能创造业绩的资产，投资者应该将这些没有创造财富能力的资产从净资产数据中扣除，再自己估算市净率，另外，同等情况下优先选择盈利能力强的企业。

浙江《钱经》实验室曾经对 2008 年 10 月 28 日当日市净率低于 1 倍的 178 只股票进行跟踪研究，发现：截止到 2009 年 2 月 17 日，178 只股票中有 174 只走势强于大盘（期间大盘涨幅为 34.59%），只有 4 只股票的涨幅弱于大盘（钱江晚报 2009 年 3 月 28 日，作者：李皎佼　吴宇杰　张云山）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节 股票估值方法之二——绝对估值法

绝对估值法主要采用折现方法，较为复杂、常用的有现金流量折现法（DCF 法）、重估净资产法（RNAV 法）等。

绝对估值法与相对估值法引入中国的时间几乎相同，但一直处于边缘化的尴尬地位，不用说普通投资者，就是专业研究人员也不是经常使用，主要因为中国上市公司相关的基础数据比较缺乏，取得准确的模型参数比较困难。不可信的数据进入模型后，得到不太靠谱的结果，反而对绝对估值法模型本身产生信心动摇与怀疑。所以，绝对估值法一直被认为是“理论虽完美，但实用性不佳”。

由于投资者自己使用绝对估值法的可能性不大，只做最简单的介绍。

一、现金流量折现法

现金流量折现法（Discounted Cash Flow，DCF）是投资最常用的绝对估值法，也是最严谨的企业估值方法，原则上该方法适用于任何类型的公司。其基本含义是：企业的价值等于其未来预期产生的全部现金流量的现值之和，就是对企业未来的现金流量及其风险进行预期，然后选择合适的折现率，将未来的现金流量折合成现值，用公式表示为：

$V = \sum tCFt/(1 + rt)n$

其中：V＝企业的价值；

n＝企业的存续时间（企业的生命周期）；

CFt＝企业在时期 t 产生的现金流量；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

rt = 反映未来预期现金流量风险的折现率。

举一个最简单的例子：一个房地产项目需 3 年才能完成，卖楼所得扣除成本及税款后的现金流量预计为 9 亿元，以 5%（3 年期的贷款利率）的折现率计算，3 年后的 9 亿元等于现在的 7.776（9 亿 × 0.864）亿元，也就是说这个项目用现金流量折现法估值为 7.776 亿元（注：5%、3 年的 1 元现值为 0.864，可查“1 元的现值表”，《管理会计》或《证券投资分析》教材最后面都附有“1 元现值表”和“1 元终值表”）。

现金流量折现法有两个理论基础：第一，现金流量比利润能更准确地反映企业价值，利润作为一个会计概念，其计算基础的会计准则具有很大的灵活性（可合理调整），所以利润易受到操纵，因此现金流量更适合于分析，尽管股票市场对利润仍然很敏感。第二，货币的时间价值，即现在 1 块钱的价值要高于未来 1 块钱的价值，因为现在这 1 块钱可以存银行有利息收入，也可以用于投资，得到一定的回报。

现金流量折现法的难点在于：未来各年现金流量数据的估算和折现率的确定，一旦现金流量预测有误或者折现率的选择出现偏差，则估算的企业价值可能与实际的价值偏离很远，无法提供合理的决策依据，甚至误导投资者。所以，也只有专业的研究人员才会采用现金流量折现法。

二、重估净资产法

RNAV（Revaluated Net Assets Value，RNAV）就是重估净资产，其含义是：公司现有房地产（物业）按市场价格出售应值多少钱。RNAV 估值法适用于房地产企业或者持有大量自有物业的公司，其计算公式如下：

RNAV =（物业面积 × 市场平均价格 − 净负债）/总股本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中：净负债=总负债-公司现有货币资金

例如，A 公司是一家持有一栋 20 万平方米的写字楼、对外出租收取租金的企业，其大楼市场价格为每平方米 2.1 万元，企业总负债 8.9 亿元，现金及银行存款 2.6 亿元，总股本 3.6 亿，则该企业的 RNAV =［20 万 × 2.1 万 –（8.9 – 2.6）］/ 3.6=9.92 元，即该企业股票的内在价值为 9.92 元。

利用 RNAV 估值，要细分企业的物业如写字楼、商场、大卖场等，分别估算其市场价值，最后加总得出企业的 RNAV 数据。由于物业的市场价格处于变动状态，相应的 RNAV 值也应该经常变化，所以股价与 RNAV 值有一定的差距属于正常现象，但如果股价明显低于 RNAV 值，则说明股价被估了，还有升值的可能。

选择股票买卖时机的方法有数量投资法、技术分析法和基本面分析法。

股票的估值有相对估值法和绝对估值法，相对估值法有不同的适用范围，但 DCF 适用于所有企业。

理论上讲，对股票估值时，最好采用多种相对估值法和至少一种绝对估值法（以 DCF 为主），这样结合使用估值效果更好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　年报中发现风险



上市公司面临许多风险，不仅体现在生产经营活动中，有时候还会遭遇非经营性的风险。正常的生产经营风险，爆发前往往会露出苗头，如产品销售越来越困难、应收账款大量增加、营业收入和利润大幅度下降等，投资者只要仔细研究，还是有一定的预防可能和应对的时间；非经营性风险则不同，具有隐蔽性、突发性，许多投资者的感觉是“从天而降”，措手不及，有的股票甚至连续无量跌停，割肉出逃的机会都没有。

众多的非经营性风险中，最为常见的是对外担保。另外，关联交易、股票投资减值损失也对上市公司有负面影响，进而影响上市公司的投资价值。按照目前的年报披露要求，担保、关联交易等必须在年报第十部分“重要事项”中披露，同时“财务会计报表附注”中也会有更详细的数据说明。

第一节　对外担保的后果

担保贷款是全球金融业通行的做法，它能促进资金融通，给放款银行、贷款人和担保方创造多赢。中国的商业银行是在《商业银行法》和《担保法》实施后开始发放担保贷款的，上市公司作为企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业中的佼佼者，相对有能力充当担保方，能为其他企业向银行贷款提供担保。

上市公司对外担保的风险主要在于被担保公司（贷款人）的履约还债能力。一旦被担保人因为经营恶化、缺乏足够的资金，到期无法偿还债务，作为担保人的上市公司就需根据担保合同承担连带责任——需要代为还款，从而给上市公司造成直接的经济损失，会计报表上的“或有负债”变为实际负债了。

担保有点像中国古代的“连坐”制度，一人犯案，殃及其他。一旦上市公司由于对外担保而承担连带赔偿责任，有可能引发上市公司的财务风险，使上市公司陷入困境。所以，上市公司对外担保事项已成为一个很大的风险隐患，年报的“重要事项”部分中对上市公司的担保情况进行了详细的披露。以下就是天威保变（600550）2008年年报披露的担保情况（年报第38~39页），如表9-1所示。

担保在会计上作为“或有负债”在年报的“或有事项”中也要披露，天威保变2008年年报第109页披露，见图9-1：

十一、或有事项

截至2008年12月31日，本公司不存在应披露的未决诉讼；对外担保均为向关联方提供的担保，具体详见附注九、2（3）。

图9-1 或有事项

根据年报第109页的说明，投资者可以从“附注九、2（3）”中了解更为详细的担保信息（天威保变2008年年报第106页），见表9-2。

这个表格比前面的表格更丰富，主要是增加了对子公司担保的信息。

另外，年报附注中最后“资产负债表日后事项”中发现，在2008年12月31日到2009年2月28日年报披露日之间，天威保变又新增了两笔担保，如图9-2所示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9–1 担保情况

（单位：元 币种：人民币）

公司对外担保情况（不包括对子公司的担保）												
担保方	担保方与上市公司的关系	被担保方	担保金额	担保发生日期(协议签署日)	担保起始日	担保到期日	担保类型	担保是否已经履行完毕	担保是否逾期	是否存在反担保	是否为关联方担保	关联关系
保定天威保变电气股份有限公司	公司本部	乐山乐电天威硅业有限公司	51885321.44	2008 年 7 月 25 日	2008 年 7 月 25 日	2009 年 7 月 31 日	连带责任担保	否	否	否	是	联营企业
保定天威保变电气股份有限公司	公司本部	乐山乐电天威硅业有限公司	150763200.00	2008 年 9 月 28 日	2008 年 9 月 28 日	2014 年 3 月 28 日	连带责任担保	否	否	否	是	联营企业
保定天威保变电气股份有限公司	公司本部	乐山乐电天威硅业有限公司	143236800.00	2008 年 9 月 28 日	2008 年 11 月 14 日	2014 年 5 月 14 日	连带责任担保	否	否	否	是	联营企业
保定天威保变电气股份有限公司	公司本部	四川新光硅业科技有限责任公司	20000000.00	2006 年 12 月 27 日	2006 年 12 月 27 日	2012 年 12 月 27 日	连带责任担保	否	否	否	是	联营企业
保定天威保变电气股份有限公司	公司本部	四川新光硅业科技有限责任公司	45000000.00	2007 年 3 月 19 日	2007 年 3 月 19 日	2012 年 3 月 18 日	连带责任担保	否	否	否	是	联营企业
保定天威保变电气股份有限公司	公司本部	四川新光硅业科技有限责任公司	25000000.00	2007 年 3 月 30 日	2007 年 3 月 30 日	2017 年 3 月 29 日	连带责任担保	否	否	否	是	联营企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

公司对外担保情况（不包括对子公司的担保）	
报告期内担保发生额合计（不包括对子公司的担保）	435885321.44
报告期末担保余额合计（不包括对子公司的担保）	435885321.44
公司对子公司的担保情况	
报告期内对子公司担保发生额合计	636859529.60
报告期末对子公司担保余额合计	636859529.60
公司担保总额情况（包括对子公司的担保）	
担保总额	1072744851.04
担保总额占公司净资产的比例（%）	28.34
其中：	
直接或间接为资产负债率超过70%的被担保对象提供的债务担保金额	140059529.60
上述三项担保金额合计	140059529.60

注：上述公司对外提供担保中资产负债率超过70%的公司为公司控股子公司天威保变（合肥）变压器有限公司，本公司持有其100%的股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-2　向关联方提供担保

关联方名称	2008 年度		2007 年度	
	金额（万元）	占年度同类交易百分比(%)	金额（万元）	占年度同类交易百分比(%)
四川新光硅业科技有限责任公司	9000.00	8.39	17500.00	27.50
天威保变（合肥）变压器有限公司	14005.95	13.06	21707.73	34.00
天威保变（秦皇岛）变压器有限公司	24180.00	22.54	10000.00	15.70
乐山乐电天威硅业有限公司	34588.53	32.24	—	—
天威四川硅业有限责任公司	25500.00	23.77	—	—
保定天威英利新能源有限公司	—	—	14500.00	22.80
合　　计	107274.48	100.00	63707.73	100.00

4. 对外担保

资产负债表日后至年度报告报出日前，公司新增对联营企业乐山乐电天威硅业科技有限责任公司提供贷款担保 2.94 亿元，对控股子公司天威四川硅业有限责任公司提供贷款担保 1.53 亿元。

图 9-2　对外担保

综合年报中的担保信息，投资者可以发现：

（1）2008 年度，天威保变的担保总额已经超过净资产的 28%，换句话说，如果被担保方全部无力还债，天威保变要拿出相当于 28%净资产的货币资金替被担保方还债。加上 2009 年 1~2 月份新增的两笔担保，担保额已经超过净资产的 40%。

担保总额占公司净资产的比例，这个指标揭示的是上市公司可能承担风险的上限，这个比例越高，说明上市公司的潜在风险越大。一旦担保总额超过上市公司净资产总额，意味着有一天有可能出现“上市公司已经全部抵债给了债权银行、股东将丧失一切权益”的极端情况。

如中关村（000931）2006 年年报披露，其担保总额占净资产的比例为 831.60%，公司几乎处于随时要遭受灭顶之灾的危险境地。果然，2007 年 9 月 11 日，公司公告：由于贷款企业无力偿还到期的 31.20 亿元贷款本息，债权人要求作为担保方的中关村承担全部还款义务。好在贷款银行——广发银行重组时已经将该笔贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及担保的全部权益作为不良资产以非常低廉的价格卖给了广东的一家投资控股公司，最后协商，以中关村支付4.7亿元了结。与此同时，中关村为另一家企业的担保而被迫向建设银行支付1.5亿元。如果不是国美电器的黄光裕重组中关村，就凭2007年年底的两笔担保灾难就足以让中关村破产、让投资者血本无归（2007年的半年报披露：中关村的净资产总额仅5亿元，偿付这两笔“担保天灾”后，净资产将变成负数）。

（2）天威保变为负债率超过70%的企业提供担保总额为1.4亿元。企业的负债一旦超过70%，也就是习惯上认为的高负债。企业负债率过高，风险很大，经营过程中略有失误，就会影响现金流量，有可能成为压垮企业的最后一根稻草。因此，为高负债的企业提供担保要慎之又慎，否则有可能将担保方置于危险境地。好在天威保变只是为负债率超过70%的全资子公司提供担保，因为天威保变对全资子公司的生产经营实施全面控制，不存在还款风险。所以，为子公司担保相对风险较小，特别是为全资子公司的贷款担保，实际上与上市公司自己贷款无实质性区别。

（3）2008年度，天威保变为参股公司四川新光、乐山乐电分别担保0.9亿元、3.46亿元，四川新光2008年末净资产11亿元、净利润8亿元，天威保变持股35.66%，获得的投资收益占天威保变净利润总额的30%以上；乐山乐电是天威保变与乐山当地的一家企业共同投资的新企业，总股本5亿元，天威保变持股49%。单纯从年报提供的上述情况分析，为四川新光的担保风险较小；而为乐山乐电的担保则风险相对要大，加上2009年年初新增的一笔担保，天威保变已经为乐山乐电担保了6.409亿元，大大超过了乐山乐电的净资产额，如果乐山乐电的工程建设出点问题，则风险更大。

另外，有些上市公司出于业务拓展的原因或者地方政府官员的“介绍”而为其他没有股权关系的企业担保，即便这类企业经营情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况不错，负债率也不高，但担保越少越好。特别是企业之间的互相担保风险更大，前两年，部分上市公司之间互相担保，形成连环担保的债务链，链条中的某一家上市公司陷入财务危机，就会影响一批上市公司的正常运行，著名的河北担保圈、上海担保圈、深圳担保圈等拖垮了不少上市公司，以河北担保圈为例：

2006 年第四季度，宝硕股份（600155）、沧州化工（600722）、宣工股份（000923）及其他相关上市公司的互相担保情况曝光：宝硕股份担对外担保 18 亿元，其中，为沧州化工担保 3 亿元；沧州化工对外担保 24 亿元，其中，为宝硕担保 7.47 亿元，为宣工股份担保 0.30 亿元；宣工股份对外担保 1.11 亿元，其中，为宝硕股份担保 0.67 亿元，为沧州化工担保 0.44 亿元。而当时宝硕股份的净资产总额仅为 9 亿元，担保额是净资产的 2 倍；沧州化工的净资产为 3.8 亿元，担保额是净资产的 6 倍多，均处于高风险的状态。

2007 年年初，宝硕股份、沧州化工先后被债权人申请破产清算，之后由上市公司申请重整、公开拍卖才得以存续。宣工股份本身担保额不大，但是，其控股股东因为替其他企业担保最后无力还债被迫破产，导致宣工股份的控股权也被迫拍卖。

其实，宝硕股份、沧州化工都是底子不错的企业，当时宝硕股份的生产机器还在满负荷运转，仅仅因为担保导致财务危机、最后破产重整。

近年来，虽然监管部门、上市公司和社会力量对担保的潜在威胁的认识越来越深刻，监管部门先后三次发文规范上市公司对外担保行为。

2000 年 6 月中国证监会发布《关于上市公司为他人提供担保有关问题的通知》，明文规定：“上市公司不得以公司资产为本公司的股东、股东的控股子公司、股东的附属企业或者个人债务提供担保。”

2003 年 9 月，中国证监会再次发文规定：“上市公司不得为控

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股股东及本公司持股 50%以下的其他关联方、任何非法人单位或个人提供担保。上市公司对外担保总额不得超过最近一个会计年度合并会计报表净资产的 50%。”

2005 年 12 月 23 日，中国证监会第三次发文规范上市公司担保行为，明文规定：“上市公司对外担保必须经董事会或股东大会审议。须经股东大会审批的对外担保，包括但不限于下列情形：

1）上市公司及其控股子公司的对外担保总额，超过最近一期经审计净资产 50%以后提供的任何担保。

2）为资产负债率超过 70%的担保对象提供的担保。

3）单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10%的担保。

4）对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。

股东大会在审议为股东、实际控制人及其关联方提供的担保议案时，该股东或受该实际控制人支配的股东，不得参与该项表决，该项表决由出席股东大会的其他股东所持表决权的半数以上通过。

应由董事会审批的对外担保，必须经出席董事会的三分之二以上董事审议同意并做出决议。”

但是，上市公司对外担保仍然数量不少，2009 年半年报披露：上市公司总计对外担保 2150 笔，担保金额超过 1135 亿元，其中单笔金额最大的是中国石化（600028）为福建联合石油化学公司的担保，高达 91 亿元。所以，投资者对担保金额尤其是为其他公司担保金额较大、占净资产比例较高的上市公司的潜在风险要引起足够的重视。

第二节　关联交易的隐患

（1）上市公司关联交易是指上市公司及其控股子公司与关联人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之间发生的转移资源或义务的事项。其中的“关联人”主要包括：

1） 上市公司的控股股东及其子孙公司。

2） 能对上市公司施加重要影响的非控股股东及其子孙公司。

3） 上市公司负责人及其家属以及他们控制的企业。

4） 控股股东的负责人及其家属以及他们控制的企业。

5） 上市公司实际控制人及其家属以及他们控制的企业。

（2）上市公司与上述关联人之间的交易就是关联交易，无论是上市公司从关联方采购原材料还是关联方为上市公司提供后勤保障服务都属于关联交易。常见的关联交易有：

1） 购买或销售商品或其他资产。

2） 提供或接受劳务。

3） 租赁。

4） 担保。

5） 关联双方共同投资。

6） 代理、许可协议、赠与。

关联交易的核心问题是交易价格。如果关联交易是以正常的市场价格作为交易的定价原则，其实质就是等价交换，是受法律保护的，属于公平的关联交易，对关联交易的双方都有利，也没有损害上市公司股东的利益。如果上市公司的关联方利用对上市公司的控制权或重大影响力，操纵交易价格偏离正常市价，属于不公平的关联交易，无论是关联方向上市公司输送利益还是上市公司向关联方输送利益，最终都会损害上市公司股东的长远利益。

世界各国证券市场对关联交易都进行严格的监管，要求上市公司及时披露关联交易协议及其标的、价格、数量、交付时间、方式与期限等主要交易条件，并根据关联交易的金额大小分别由董事会批准或股东大会批准，表决时关联方推荐的董事、关联方股东不得参与投票表决，其所代表的有表决权的股份数不计入有效表决总数，目的就是为了保护小股东的利益不受损害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内的上市公司主要由国企改制而来，当时企业上市实行股票额度管理，每个省、每个部委分配到一定数量的股票上市额度，然后再分配给若干个企业，每个拟上市公司分到有限的股票额度；而且当时国企改制为股份公司，其股本设置必须符合国有资产管理局“净资产折股比例不得低于 65%”的规定，国企的生产经营主体无法做到整体上市，只能按照股票额度、折股比例反向推算能进入拟上市公司的资产规模，所以，那时的上市公司只能将企业中最优质的那一部分资产或是一个车间或是一条生产线拿出来上市，而将其余的资产剥离出来、留在国企（母公司）。这样，上市公司除生产之外，土地、厂房往往是从母公司租赁的，原材料供应来自母公司，产品销售也有母公司完成，诸如绿化、保洁、午饭、洗澡之类的后勤服务更得依赖母公司。关联交易之多、涉及面之广，全世界罕见。当时的监管部门也没有意识到问题的严重性，但去香港发行 H 股的公司几乎均因为关联交易、同业竞争而接受香港联交所的聆讯（面谈），只有将关联交易、同业竞争问题解释清楚、让香港联交所确信不会损害小股东利益后才允许发行、上市。

年报中的“重大事项”部分会披露关联交易信息，会计报表附注中也有披露。相比较而言，前者内容简洁，后者更加详细。投资者可以先看“重大事项”中的相关内容，然后研读会计报表附注中的详细介绍。以贵州茅台为例，“重大事项”中披露的关联交易如下（2008 年年报第 23 页），见表 9-3。

其他重大关联交易：

第一，根据 2002 年 2 月 5 日公司与中国贵州茅台酒厂有限责任公司签订的《土地使用权租赁协议》，中国贵州茅台酒厂有限责任公司将土地使用权租赁给贵州茅台酒股份有限公司，本报告期租金为 4523090 元。

第二，根据 2007 年 11 月 15 日公司与中国贵州茅台酒厂有限责任公司签订的《房屋租赁协议》，中国贵州茅台酒厂有限责任公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-3　与日常经营相关的关联交易

（单位：元　币种：人民币）

关联交易方	关联关系	关联交易类型	关联交易内容	关联交易定价原则	关联交易价格	关联交易金额	占同类交易金额的比例(%)	关联交易结算方式
中国贵州茅台酒厂有限责任公司	母公司	购买商品	购买老酒	评估协议价		37565545.70	100	现金支付
中国贵州茅台酒厂有限责任公司	母公司	接受劳务	接受综合服务	协议价		58210697.60	100	现金支付
中国贵州茅台酒厂有限责任公司	母公司	接受专利、商标等使用权	商标许可使用费	协议价		83651126.75	100	现金支付
合　计						179427370.05		

司将生产经营用房租赁给贵州茅台酒股份有限公司，本报告期租金为 21070656.63 元。

会计报表附注中披露的关联交易就详细多了，除了“重大事项”中披露的内容，还增加了母公司信息、上市公司子公司信息、其他关联方信息以及关联方应收应付款项（年报第 66~67 页），限于篇幅，这里不摘录母公司信息、子公司信息了，见表 9-4 和表 9-5。

表 9-4　本企业的其他关联方情况

其他关联方名称	其他关联方与本公司关系	组织机构代码
贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司	母公司的全资子公司	
中国贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司	母公司的全资子公司	
贵州茅台酒厂集团技术开发公司	其他	
贵州茅台酒厂（集团）投资合作管理有限责任公司	其他	

表 9-5　关联方应收应付款项

（单位：元　币种：人民币）

项目名称	关联方	期末金额	期初金额
其他应付款	中国贵州茅台酒厂有限责任公司	115507785.83	139369921.78

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从中可以获得如下信息：

一是贵州茅台（600519）只与母公司发生关联交易。

二是贵州茅台的土地、厂房是从母公司租赁的，总租金约2560万元。

三是生产经营中关联交易有三项：从母公司购买老酒、使用母公司的商标和接受母公司提供的劳务，2008年发生的总金额接近1.8亿元。

四是贵州茅台还拖欠母公司1.15亿元其他应付款。

相对于贵州茅台2008年82亿元的营业收入，贵州茅台的关联交易总金额占营业收入的比例不到2.5%，无论交易价格公平与否，对上市公司业绩影响实在有限，况且上市公司还拖欠母公司上亿元资金，证明母公司“不差钱”，犯不着侵害上市公司的利益。

对上市公司小股东来说，最可怕的关联交易是关联方从上市公司“掠夺”利润或者出于特殊的目的，阶段性地向上市公司输送利润，特殊目的达到后一刀切断利润输送线，置上市公司于无可奈何的境地。

入市时间长的投资者可能还记得曾经有一个牛气冲天的绩优股——湖北兴化（600886）。该公司自1996年1月18日上市后，年年大比例送、转股本，且业绩年年奇迹般地稳定增长。

1995年每股收益1.18元，每10股送5股派3元。

1996年每股收益1.003元，每10股转增2股。

1997年每股收益1.186元，每10股配3.8095股之后，再每10股送10股。

这样保持长期高速增长的绩优股在当时的深沪两市非常罕见，1996年和1997年两年净资产收益率竟高达45.60%和35.03%，很多投资者把该股作为长期投资的最佳品种，股价也持续上涨，从12.88元的上市首日开盘价一直涨到57.50元（1997年7月2日），是1996年至1997年的超级大牛股之一。但是，到了1998年，业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩开始大幅度下滑，每股收益仅为 0.254 元，但仍实施了每 10 股配 1.5 股的配股方案，且配股价高达 15 元。部分投资者对该股仍有幻想，认为其业绩增长缓慢是股本扩张太快、受自然灾害影响及主要生产装置停产检修等因素造成的，经过短期的修整后仍会振作起来。但 1999 年的中期报告，每股收益竟亏损 0.24 元，已从超级绩优股沦落到亏损地步。

其实，湖北兴化成为绩优股，主要得益于关联交易，得益于母公司——持有湖北兴化 57.58%股权的荆门石化总厂的大力扶持。湖北兴化 1997 年年报披露：1997 年 96.49%的原材料来自母公司，84.98%的产品销售给母公司。到了 1998 年情况发生了变化，虽然 88.79%的原材料来自母公司，比 1997 年略有下降，但母公司只购买了湖北兴化 8.41%的产品。这一变化直接导致湖北兴化的销售额大幅度下降，同时还造成湖北兴化的应收账款比 1997 年暴增 4 倍多，而营业（销售）费用也增加 4 倍——这是让一个原来不需要营销的企业突然被推向市场进行产品营销的必然恶果，即使不考虑原材料和产成品价格的变化对利润的影响，关联交易让上市公司丧失独立生存能力本来就不是什么好事。

当初，限于上市股票的额度限制，荆门石化总厂只得将自身的生产链条打断，拿出其中一部分生产装置资产去上市，组建了湖北兴化。实际上，湖北兴化和荆门石化在产业上是无法割裂的，存在大量的关联交易。曾有石化行业的专家指出：对石化企业的一个中间环节而言，大量关联交易的存在，效益的好坏是个很容易模糊的概念。在产品销售价格不变的前提下，原材料的一点点价差可以产生巨额利润，也可以轻而易举地吃掉全部的盈利。后来湖北兴化重组时，湖北兴化的石化资产被实际控制人回购，使荆门石化总厂的炼油生产链条恢复完整，同时也避免了关联交易。而新进入湖北兴化的大股东注入优质发电资产，更名为国投电力，也使得当年以 57.50 元最高价买入的投资者（若一直持有）终于在 2007 年 4 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中旬解套（不考虑资金成本），被套时间长达 10 年。关联交易害人啊！

2009 年因关联交易而最受媒体关注的是五粮液（000858）。

五粮液股份有限公司（以下简称“五粮液”）是 1997 年由五粮液酒厂独家发起、募集设立的股份公司，主要从事“五粮液”及其系列白酒的生产和销售，1998 年在深圳证券交易所上市交易。由于将绝大多数生产经营资产注入了上市公司，按照当时国有资产管理局的规定，上市公司的主要发起人持有的拟上市公司股权必须界定为“国家股”，即只能由当地的国有资产经营公司持有，而不能由五粮液酒厂持有（若由五粮液酒厂持有，股权的性质就变成了“国有法人股”），这样的后果是，上市公司分红全部归国有资产经营公司所有，与五粮液酒厂无关。所以，有人说“五粮液上市，五粮液酒厂亏大了”。

2008 年年报披露，五粮液关联交易众多，会计报表附注中披露的关联交易从第 71~78 页，从关联企业采购货物和接受劳务 21 项，主要是采购白酒包装材料及土地厂房租赁费，合计金额约 23 亿元，其中 2.89 亿元是协议价格；向关联企业销售货物及提供劳务 24 项，合计金额约 42 亿元，其中 41 亿元是协议价，就是上市公司向五粮液酒厂下属的进出口公司低价出售五粮液系列白酒，这是五粮液最大的关联交易，也是对上市公司小股东损害最大的关联交易。

根据中国国际金融公司研究人员测算，2008 年进出口公司的五粮液酒销售单价为 418 元/瓶，上市公司供货单价约 226 元/瓶，价差高达 192 元/瓶，也就是上市公司向进出口公司每卖一瓶酒就让上市公司少挣 192 元。有多家券商研究报告曾预测，仅解决进出口公司销售这项关联交易，就能给五粮液截回 10 亿元左右的利润，相当于 2008 年净利润（18 亿元）的 55%，上市公司每股收益因此而提高 0.26 元左右，按 2009 年下半年白酒行业 40 倍市盈率估算，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票估值应该提高10元以上。

按照监管部门的整改要求，2009年五粮液先是收购了五粮液酒厂下属的白酒包装类资产，然后与五粮液酒厂合资组建五粮液销售公司取代进出口公司的销售地位，目前上市公司在五粮液销售公司中占95%的股份，五粮液酒厂占5%的股份，承诺限期解决土地、厂房租赁的关联交易问题。五粮液的关联交易总算基本告一段落。

第三节　股票投资减值损失

本书第六章中，曾捎带介绍“可供出售金融资产”的账务处理情况：一旦上市公司持有的可供出售金融资产的股票价格大幅度下跌或长时间下跌，则要确认资产减值损失，减少利润。

全球性金融危机导致2008年全球股价暴跌，许多上市公司的“可供出售金融资产”确认了减值损失，导致利润大幅度减少，最典型是中国平安（601318）。

2007年11月，中国平安旗下的平安人寿保险公司斥资238.38亿元人民币，在二级市场陆续买入欧洲富通集团（Fortis）总计4.99%、合计约1.21亿股的股票，一举成为其最大的单一股东。

富通集团是从比利时起家的一个全球金融巨头，旗下包括银行、保险、资产管理等多方面业务，是欧洲最大的金融机构之一。2004年《福布斯》世界500强中，富通集团在销售、利润、资产及市值等指标的综合排名中，荣列全球金融服务商第38位。中国平安投资富通集团正是看重其良好的公司治理、以往业绩及符合中国平安需求的分红政策，这与中国平安的保险基金长久投资较为符合。另外，中国平安还希望从富通集团获取更多的资源和经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时，中国平安购买富通集团股票的成本约为每股 19.05 欧元，到了 2008 年年底，因深受金融危机影响，富通集团已然成为“仙股”，股价已长时间低于 1 欧元，中国平安账面浮亏 227.90 亿元人民币，根据会计准则确认为资产减值损失、减少利润，投资权益缩水 95.46%，实属罕见的投资失败案例。

另外，中国平安还持有大量的民生银行、浦发银行等股票，投资成本数百亿元，也确认了减值损失 30.65 亿元。加上富通投资减值损失，合计 258.55 亿元（2008 年中国平安年报第 48 页的披露）见表 9-6。

表 9-6　为本公司保险资金投资收益情况

（单位：元　币种：人民币）

	2008 年	2007 年
净投资收益[(1)(3)]	18735	16268
净已实现及未实现投资收益/(亏损)[(2)(3)]	(907)	34513
可供出售金融资产减值损失[(2)]	(25855)	—
其他	92	—
总投资收益/(亏损)[(3)]	(7935)	50781

本公司持有的部分可供出售权益投资出现了较重大而非暂时性的未实现损失，本公司对所有于 2008 年 12 月 31 日符合减值标准客观证据的可供出售权益投资计提了减值准备 258.55 亿元，其中，富通股票投资计提减值准备 227.90 亿元

巨额的资产减值损失导致中国平安的净利润巨额减少，2008 年度净利润仅为 8.73 亿元，比 2007 年度的 155.81 亿元下降了 94.40%，2008 年度每股收益 0.09 元，比 2007 年度 2.11 元暴跌了 95.73%。

要知道，中国平安的净利润以前一直保持高速增长，2007 年度的净利润比 2006 年度增加 105.48%，2006 年度的净利润比 2005 年增加 119.92%。到了 2008 年，因为持有的“可供出售金融资产”价格暴跌，导致净利润竟然如肥皂泡式的破灭。

与净利润暴跌相对应，中国平安的股价也是大幅度下跌，如图 9-3 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

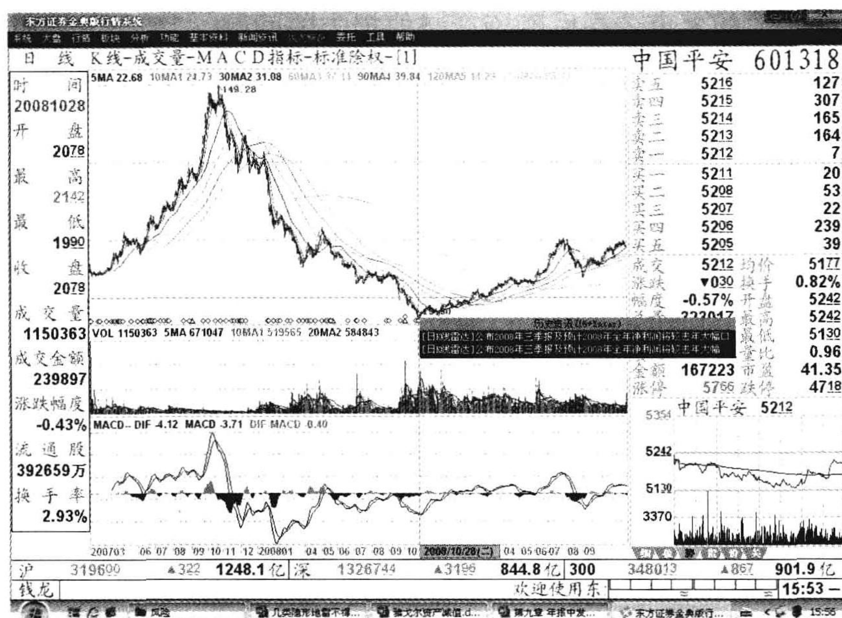


图 9–3 中国平安的股价走势

图 9–3 中竖线处是 2008 年 10 月 28 日，当天中国平安公布三季报及预告全年利润大幅度下降：前三季度每股收益为-0.10 元（亏损），当日盘中最低价 19.90 元，为 2007 年 3 月 1 日上市之后的最低价，比 33.80 元的发行价还低了一大截，与 2008 年第一个交易日开盘价 105.80 元相比暴跌了约 81%，与 2007 年 10 月 25 日的 149.28 元最高价相比暴跌了约 87%，成为 2008 年中国大陆股市跌幅最惨烈的股票之一。

与此同时，很多 2007 年因“可供出售的金融资产”价格上涨而增加资本公积金的上市公司也不得不在 2008 年确认资产减值损失、减少利润。例如，雅戈尔（600177）可供出售金融资产减值损失超过 13 亿元，相当于 2008 年净利润（15.8 亿）的 83%，可见影响之大。

所以，投资者面对熊市时，要充分预防“可供出售金融资产”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规模比较大的上市公司巨额资产减值损失的问题，及时采取对策。

上市公司担保、价格不公平的关联交易、股票投资资产减值损失都对上市公司业绩影响较大，尤其是担保额占净资产比例较高、可供出售金融资产规模较大以及存在价格不公平关联交易的企业，一定要引起重视，并根据上市公司公告和年报披露的内容做出合理的判断，预防突发的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读年报淘金股



掌握现代企业的“共同语言”——财务知识
审读上市公司的“成绩单”——年 报
剔除上市公司的“包装利润”——水 分
创造股市辉煌的业绩——高收益

从上市公司年报发掘投资机会

网址：www.E-mp.com.cn
ISBN 978-7-5096-0533-2



上架建议：投资理财
定价：26.80元